

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LA
POLITIQUE BANCAIRE
DES
BANQUES DE RÉSERVE FÉDÉRALES

THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC SUR LES MATIÈRES CI-APRÈS

Sera soutenu le Jeudi 12 Mars 1931, à quatorze heures

PAR

Laurent BADIN

LICENCIÉ ÈS LETTRES

DIPLÔMÉ DE L'ÉCOLE LIBRE DES SCIENCES POLITIQUES

Président : M. EDGARD ALLIX.

Suffragants } MM. TRUCHY { *Professeurs.*
RIST }



PARIS

LIBRAIRIE ARTHUR ROUSSEAU

ROUSSEAU & C^{ie}, Editeurs

14, RUE SOUFFLOT, ET RUE TOULLIER, 13 (v°)

1931

*Tous droits de reproduction, de traduction et adaptation
réservés pour tous pays*



Digitized by the Internet Archive
in 2026

THÈSE

POUR LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LA
POLITIQUE BANCAIRE
DES
BANQUES DE RÉSERVE FÉDÉRALES
THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC SUR LES MATIÈRES CI-APRÈS

Sera soutenu le Jeudi 12 Mars 1931, à quatorze heures

PAR

Laurent BADIN

LICENCIÉ ÈS LETTRES

DIPLOMÉ DE L'ÉCOLE LIBRE DES SCIENCES POLITIQUES

Président : M. EDGARD ALLIX.

Suffragants { MM. TRUCHY { *Professeurs.*
RIST }



PARIS

LIBRAIRIE ARTHUR ROUSSEAU

ROUSSEAU & C^{ie}, Editeurs

14, RUE SOUFFLOT, ET RUE TOULLIER, 13 (v°)

1931

*Tous droits de reproduction, de traduction et adaptation
réservés pour tous pays*



LA POLITIQUE BANCAIRE

DES

BANQUES DE RÉSERVE FÉDÉRALES

INTRODUCTION

Les imperfections de l'ancien régime

Jusqu'en 1914, date de la création du Système des Banques de Réserve fédérales, les banques américaines se présentaient comme un ensemble inorganisé d'une très grande complexité. D'une extrémité à l'autre du territoire des États-Unis, plus de 30.000 établissements de crédit s'efforçaient de répondre aux besoins d'une clientèle variée. La plupart de ces banques n'étaient que de faible importance, elles s'étaient installées là où le besoin s'en était fait sentir, car des législations des divers États ne permettaient pas aux grandes banques de créer des succursales ; de plus, l'esprit particulariste de l'américain était peu favorable à la concentration de telles entreprises. Les habitants d'une collectivité quelconque si petite fut-elle, tenaient à avoir leur banque locale alimentée par leurs propres capitaux. Cette pous-

sière de petits établissements n'était évidemment pas à même de poursuivre une saine politique de crédits. Vivant au jour le jour, dans leur cercle étroit, elles ne pouvaient prévoir les grandes secousses économiques et lorsque la crise éclatait les efforts désordonnés et souvent contradictoires de ces 30.000 établissements ne faisaient que compliquer le malaise et précipiter le désastre.

Ce même esprit particulariste se retrouvait dans le domaine monétaire ; l'émission du papier-monnaie était réservée aux seules banques dites « Nationales ». Mais ces banques « qui n'avaient de national que le nom » (1), étaient pour la plupart des établissements aux moyens restreints. On en comptait plus de 1.000. C'est dire combien toute action concertée de leur part était impossible. Leur influence qui s'exerçait parfois utilement sur un territoire limité ne s'étendait pas au delà et restait sans action sur l'ensemble de l'économie nationale.

La réforme de 1914, a eu pour premier résultat de réunir en un tout plus cohérent des éléments disparates de ce système bancaire. Dans l'esprit des créateurs du Système cette réforme (2) « devait uniformiser les taux « à l'intérieur du pays, fournir du crédit à des conditions « partout identiques à tous ceux qui y avaient droit, « tout en offrant des garanties suffisantes ; elle devait

(1) H. PARKER WILLIS, *The failure of the Federal Reserve* (*The North American Review*, mai 1929).

(2) Cf. EDWIN WALTER KEMMERER, *The A. B. C. of the Federal Reserve System*, Princeton, 1919, page 5.

« assurer dans chaque banque la constitution de réserves
« destinées à maintenir la solvabilité de l'établissement
« et la liquidité de ses ressources, enfin et d'une façon gé-
« nérale elle avait pour but de créer un vaste organisme
« qui ne devait jamais perdre de vue les intérêts fonda-
« mentaux du public et au contraire les prendre toujours
« pour objectif de ses efforts financiers, sans s'écarter
« jamais des principes d'une saine politique bancaire » (1).

Le fonctionnement de l'ancien Système bancaire était loin de répondre aux besoins d'une économie moderne ; le législateur s'est efforcé d'y porter remède dans la mesure de ses moyens. Il avait malheureusement à lutter trop souvent contre une tradition, une routine fortement enracinées. Dès leur constitution les Banques de Réserve Fédérales lui furent d'un puissant secours pour faire entrer dans les mœurs certaines réformes qui au premier abord paraissaient difficilement acceptables. Les efforts qu'elles firent alors occupent une place importante dans la politique qu'elles suivirent à cette époque. Aussi nous proposons-nous au début de cette étude d'exposer brièvement les raisons pour lesquelles le législateur dut poursuivre une meilleure organisation du Système et comment les Banques de Réserve pour imposer ces réformes furent parfois obligées de négliger des mesures urgentes que les circonstances paraissaient devoir imposer.

(1) Le titre de l'Acte de Réserve Fédérale est : « Un acte pour assurer
« l'établissement de Banques de Réserve Fédérales, fournir une monnaie
« élastique, procurer les moyens de réescompter le papier commercial
« établir une surveillance plus effective de la politique bancaire aux
« Etats-Unis et remplir encore d'autres buts. »

Dans son livre « The A. B. C. of the Federal Reserve System », Edwin Walter Kemmerer, a exposé avec beaucoup de bonheur les imperfections de l'organisation américaine avant 1914. Quatre points selon lui ont retenu l'attention du législateur ; à chacun de ces points, le Federal Reserve Act, s'est efforcé de porter remède.

1° *Défaut de concentration des réserves.* — Le Système des réserves prêtait le flanc à de graves critiques. Les sommes que les banques conservaient en garantie de leurs engagements, se trouvaient immobilisées, sans bien souvent leur assurer en contre-partie la liquidité sur laquelle elles étaient en droit de compter. Ces réserves éparpillées affaiblissaient singulièrement l'ensemble de l'organisation bancaire aux Etats-Unis. Une partie était conservée en or ou en monnaie légale, dans les coffres des banques : ce procédé offrait toutes garanties, mais il était très onéreux, puisqu'il laissait sans emploi des capitaux importants. Aussi ne l'appliquait-on pas à la totalité des réserves et les banques avaient le droit d'en déposer une partie dans les établissements plus importants les « Banques Nationales des Reserve Cities » (1). Ces dernières à leur tour devaient s'astreindre à garder par devers elles une part de « réserves secondaires ». Le surplus était employé en achats de valeurs ou en prêts à vue au « Stock Exchange ». En théorie ce système était excellent ; mais en période de crise sur le marché des valeurs, les Banques des « Reserve Cities » ne pouvaient liquider leurs opérations sans risquer

(1) 64 villes possédaient des banques nationales ; certains centres plus importants avaient des « Central Reserve Banks ».

des pertes considérables. Aussi préféraient-elles s'en abstenir, et les petites banques se trouvaient réduites aux seules ressources que leur offraient les réserves monétaires accumulées dans leurs caves. Il n'est donc pas surprenant qu'avant la réforme ces réserves se soient élevées à des chiffres considérables. Particulièrement soucieux d'obtenir en toutes choses un rendement élevé, les américains tenaient vivement à la disparition d'un système qui immobilisait des capitaux importants. Concentrer ces réserves entre les mains des Banques de Réserve Fédérales grâce à une réduction du taux des réserves, permettre aux member banks de créer plus de crédits, obtenir du législateur qu'il impose à ces banques des règles qui les obligent à satisfaire en toute circonstance aux besoins de leur clientèle, tel fut le but poursuivi. De plus ce système de centralisation permettrait au pouvoir public de contrôler la monnaie nationale et le crédit sur l'exemple en Europe de la Banque de France et de la Banque d'Angleterre (1).

2° *Inélasticité du crédit.* — Un défaut plus grave du Système bancaire américain était son manque total d'élasticité. Dans chaque pays en effet les besoins de crédit croissent ou décroissent suivant des courbes saisonnières qui reflètent les variations de la production et des échanges. Suivant la formule de M. Kemmerer « Une des principales caractéristiques d'un bon système bancaire est la capacité qu'il a d'ajuster son offre de crédit et de papier-monnaie aux variations des besoins du com-

(1) Cf. Paul M. ATKINS, *Bank secondary reserve and investment policy* The Bankers publishing Company, New-York, 1930, p. 63,

« merce » (1). Mais en fait aux Etats-Unis la circulation monétaire restait pratiquement invariable. En raison même de la relation des dépôts et de la monnaie en circulation, relation d'autant plus rigoureuse aux Etats-Unis que le Système des réserves empêche toute expansion fiduciaire, les crédits bancaires ne pouvaient suivre les variations saisonnières de la production et des échanges. La circulation du « National Banks notes » qui était avant la réforme la principale monnaie américaine était par essence élastique. Les Banques nationales ne pouvaient les émettre qu'en déposant en garantie des bons du gouvernement américain auquel était attaché un privilège d'émission pour le montant nominal de leur valeur. Le montant de ces bons était variable et toujours supérieur à celui de la circulation ; mais les émissions nouvelles qui permettaient une certaine inflation de crédit dépendaient de la situation du Trésor et ne tenaient pas compte des besoins de l'économie nationale. Lorsque des excédents budgétaires se produisaient, le Trésor rachetait ces bons créant ainsi une tension regrettable sur le marché.

De toute façon, la demande de ces titres était forte ; leurs cours dépassait presque toujours le pair et le double bénéfice que les Banques étaient sensées réaliser — celui produit par l'intérêt des bons et le produit des avances effectuées avec la monnaie émise — était en fait limité. Dans les années qui ont précédé la réforme, le privilège d'émission était réservé à des bons 2 0/0 1930 ;

(1) KEMMERER, *op. cit.*, p. 10.

une part du revenu retournait au Gouvernement qui prélevait sur ces titres un impôt semestriel de $1/4$ 0/0. Les cours en outre dépassaient toujours le pair ; ces bons rapportaient donc en réalité moins de $1\frac{1}{2}$ 0/0. Il se produisait de ce fait un phénomène curieux : Les banques avaient tendance à accroître leur circulation de papier-monnaie quand le prix des bons déclinait et au contraire de la restreindre quand le cours de ces bons montait. M. Kemmerer résume ainsi la situation.....

« L'expansion ou contraction de la circulation de Bank
« note n'était pas comme elle aurait dû être en
« rapport avec les variations des besoins des affaires
« mais avec les variations des cours des valeurs
« d'Etat ».

En période normale d'ailleurs, les banques n'avaient pas un gros intérêt à émettre des billets. Si l'or nécessaire à l'achat des bons de garantie était déposé comme réserve, il permettait aux banques d'accorder des crédits quatre fois plus considérables que le montant des billets dont ces titres pouvaient être le gage. Aussi les banques n'émettaient-elles que les billets strictement nécessaires. Si des besoins monétaires nouveaux se manifestaient elles se trouvaient dépourvues. En admettant même qu'elles eussent pu acheter des bons facilement et à un taux raisonnable, elles ne pouvaient obtenir une livraison immédiate des billets qui leur faisaient défaut. Les formalités présidant au dépôt des bons du Gouvernement dans les coffres du Trésor, l'impression et l'envoi des billets demandaient un certain temps. Il fallait en moyenne trois semaines pour que l'émission fût achevée

et le papier-monnaie à la disposition des banques (1). Ces dernières ne pouvaient à l'avance prévoir leurs besoins numéraires, aussi très souvent recevaient-elles les billets demandés quand leur utilité avait disparu et devaient-elles les retourner aussitôt.

Si aucun accroissement de la circulation monétaire ne correspondait le cas échéant à une augmentation des besoins, dans une période de détente la réduction du total des billets ne s'accomplissait pas mieux. Toutes les banques émettrices avaient en dépôt à Wasinghton une réserve de 5 0/0 de leurs billets qui servait à les racheter lorsqu'ils étaient présentés par une autre banque (2). Si les banques avaient eu intérêt à émettre des billets, elles se seraient préoccupées de retirer de la circulation le plus possible de papier-monnaie émis par d'autres entreprises de façon à le remplacer par le leur. Dans une période de dépression économique, un resserrement immédiat de la circulation se serait ainsi produit. Mais le profit que les banques retiraient de l'émission était si faible qu'elles ne cherchaient pas à l'accroître et que la circulation ne diminuait pas lors même que les besoins monétaires étaient moindres. Il en résultait par suite de cette mauvaise organisation un coût trop élevé de l'argent et les variations de la circulation monétaire se trouvaient bien souvent en opposition avec les besoins du commerce produisant sur le marché de la monnaie des alternatives de tension et de dépression particulièrement néfastes.

En période de crise d'ailleurs, la situation était encore

(1) Cf. H. P. WILLIS, *American banking*, p. 97 et suiv.

(2) *Ibidem*, p. 93.

pire ; on ne pouvait pas compter sur les « National Bank notes » pour fournir le surplus de monnaie nécessaire. Le montant nominal des bons portant privilège d'émission était limité ; cette limite était aussi celle de la circulation monétaire. Depuis quelque temps cependant, une telle rigueur paraissait excessive et en certaines circonstances graves le Trésor avait jugé nécessaire de porter aide au marché monétaire. C'est ainsi que lors de la grande crise de 1907 et également de la période qui suivit en 1914 le début de la guerre, il se décida à accroître la circulation de ces bons dans une proportion sensible (1). De telles mesures n'étaient que des palliatifs. Elles étaient le prélude cependant de réformes plus importantes.

Ainsi que nous l'avons déjà exposé, la nécessité pour les Banques de conserver une réserve de garantie en leurs engagements empêchait toute expansion de crédit ; le réescompte aurait cependant permis aux banques en augmentant leurs réserves, d'accroître le chiffre de leurs « Prêts et Dépôts » en période d'activité industrielle. Mais une telle opération n'était guère possible : une tradition fortement enracinée, empêchait les Banques américaines de recourir à cette forme de crédit. Elles ne se décidaient à escompter leurs papiers que dans des

(1) D'après le texte de l'Aldrich Vreeland Act (Il était valable jusqu'au 30 juin 1914 et fût prolongé par l'acte de Réserve Fédéral jusqu'au 30 juin 1915), les Banques Nationales étaient autorisées à recevoir un supplément de billets garantis par des titres autres que des bons du Gouvernement spécialement mis en gage. Cette circulation additionnelle était soumise à une taxe spéciale commençant à 3 0/0 et s'accroissant au taux de 1/2 0/0 par mois jusqu'au maximum de 6 0/0 par an. Cf. W. P. G. HARDING, *The Formative Period of The Federal Reserve System*, p.15.

circonstances exceptionnelles ; s'y résoudre était trop souvent avouer une situation mauvaise.

Un tel système soulevait d'autant plus de critiques, qu'il s'avérait également néfaste pour toutes les formes de l'activité nationale. Les agriculteurs tout particulièrement en souffraient. Ils devaient vendre leurs récoltes lorsque l'argent était rare et par conséquent les prix bas ; c'est au printemps, en période de détente monétaire et prix élevés au contraire qu'ils étaient obligés d'acheter semences, engrais, outillages.

Une organisation défectueuse des transferts de chèques ajoutait encore aux imperfections du marché monétaire. Les paiements par chèques connaissent aux Etats-Unis, une importance très grande. Dès avant la réforme ils représentaient 80 à 85 0/0 de l'ensemble des règlements. Aussi le « flôt » des chèques émis et non payés atteignait-il une somme moyenne de \$ 300.000.000. Il y avait là une cause permanente d'inflation due en grande partie à la complexité du système des règlements. Les Chambres de Compensation étaient rares. Les Banques pour assurer l'encaissement des chèques, percevaient des frais qui parfois atteignaient un chiffre assez élevé. On avait l'habitude de dérouter les chèques, pour éviter certains frais excessifs ; un tel procédé causait des pertes de temps considérables. Il entraînait en outre les Banques à prendre certaines libertés avec les règles qui fixaient l'établissement des réserves : Les grandes Banques crédaient immédiatement leurs correspondants de la campagne de chèques qu'elles mettraient peut-être une semaine à toucher. De la même façon les « Reserves City

Banks » envoyaient ces chèques à la « Central Reserve City Bank » où ils comptaient comme réserve bien qu'ils ne fussent qu'en « transit ». Le décalage entre le moment où les banques étaient créditées du montant des chèques et celui où ceux-ci étaient réellement payés déterminait un gonflement artificiel de la circulation fiduciaire qui, en période de crise, pouvait s'avérer dangereux.

3^o *Mauvaise organisation du système des transferts et du service des fonds publics.* — La rigidité de ce système de crédit entraînait comme conséquences des inconvénients de moindre importance. C'est ainsi que pour satisfaire les besoins des diverses parties du pays, l'on était constamment obligé de procéder à des envois d'argent. Les Banques n'étaient pas alors en compte avec un organe centralisateur tel qu'il en existe un aujourd'hui (Le Gold Settlement Fund). Au moment des récoltes de blé, de coton, de maïs, des sommes considérables en or ou en argent étaient ainsi envoyées dans les districts de production.

Dans le domaine international on trouvait des inconvénients du même ordre. En raison même de son manque de souplesse, le système bancaire américain était incapable d'assurer le crédit de son commerce avec l'étranger. Les acceptations étaient presque inconnues sur le marché de New-York. Aussi la presque totalité des effets sur l'Amérique ou de ceux tirés des Etats-Unis sur les clients européens étaient-ils négociés sur la place de Londres.

Un dernier point enfin, retint au moment de la ré-

forme l'attention du législateur. Le rôle du banquier du Gouvernement n'était pas, aux Etats-Unis, réservé à une Banque unique, ou même à un petit nombre de Banques importantes. En raison même du fait que les Etablissements de Crédit ne pouvaient établir de succursales, le Trésor devait s'adresser à de nombreuses Banques, réparties sur l'ensemble du territoire. Leur nombre en 1914 était de 1584. Ce chiffre était naturellement excessif; il résultait de cette dispersion des fonds du Trésor une accumulation de capitaux parfaitement stérile. Périodiquement en outre se produisaient sur un point déterminé du territoire des afflux ou au contraire des retraits brusques d'argent, qui causaient des troubles regrettables sur le marché de la monnaie. En période de crise le Trésor ne pouvait même pas mobiliser les ressources dont il disposait : Les « Depository Bank » admises au privilège de conserver les fonds d'État considéraient qu'un certain minimum de dépôt leur était dû. Le Trésor se serait très bien passé de cet excès de zèle.

Pour établir une situation normale et assurer au Trésor la libre disposition de ses ressources il fallut réserver aux Banques de Réserve Fédéral le maniement des fonds de l'Etat.

La réforme

La réforme de 1914 a permis de porter remède aux imperfections de ce système : défaut de concentration des réserves ; inélasticité du crédit ; mauvaise organisation du système de transfert et du service des fonds publics.

Ce n'est pas cependant, que dès le début, les dirigeants du système aient pu à leur convenance poursuivre telle politique monétaire ou bancaire inspirée par les circonstances. Après même qu'eût été terminée l'inévitable période d'adaptation et d'organisation ils ne purent immédiatement exercer une action effective sur la circulation de la monnaie ou le développement du crédit. Comme nous le verrons par la suite, un certain nombre de points d'importance secondaire retinrent pendant longtemps leur attention.

La période de guerre tout d'abord, vint tout en donnant au système de Réserve Fédéral un développement inespéré fausser en quelque sorte le jeu normal de son développement naturel. La nécessité où l'on fut de soutenir par un taux modéré de l'argent, les émissions de bons du Trésor conduisirent les Banques de Réserve à permettre une expansion excessive des crédits, dans la période même où une crise paraissait inévitable.

Une expérience aussi malheureuse rendit les dirigeants du système quelque peu timorés. Ils hésitèrent deux ans avant de commencer à appliquer cette méthode de contrôle de crédit à laquelle on devait attacher par la suite le nom « Monnaie dirigée ». Entre temps ils s'étaient livrés contre les Banques non affiliées à la grande bataille du « Par clearance system » dans le but de supprimer les frais de règlements des chèques. Cette lutte qui devait tourner à leur confusion immobilisa sans grande utilité les forces vives du système.

C'est par conséquent dans la période qui va de 1923 à 1929 que nous trouverons la plupart des faits, des chif-

fres et des documents qui sont la base de cette étude. Les années antérieures offrent elles aussi une base féconde de travail et nous nous y sommes souvent reportés. Mais elles présentent un caractère quelque peu exceptionnel ; on ne peut pas dire que pendant cette période il y ait jamais eu une politique bancaire des Banques de Réserve Fédérale. Ces dernières eurent parfois à intervenir sur le marché dans un domaine qui est celui qui nous intéresse. Mais dans cette période, ces interventions avaient généralement un caractère immédiat d'opportunité, et ne paraissaient le fruit d'une doctrine mûrement établie.

Depuis 1923 au contraire, une telle doctrine semble se faire jour. Nous nous proposons donc particulièrement d'en étudier ici le développement et les diverses applications dans un domaine pratique.

Il ne nous appartient sans doute pas de juger une politique dont les manifestations ont pu porter sur un si petit nombre d'années. La crise de 1929 néanmoins est venue assez curieusement mettre en relief quelques-uns des points faibles du système bancaire américain et en confirmant certaines des conclusions auxquelles nous avait conduit cette étude combler dans une certaine mesure les lacunes d'une documentation trop restreinte.

CHAPITRE PREMIER

Organisation du système

Le système des Banques de Réserve Fédérale ne se présente pas suivant la tradition européenne, avec à la base un institut d'émission unique. Les réalisateurs de la réforme de 1913 limités qu'ils étaient par de vieux préjugés contre un système bancaire trop centralisé et par la grande variété des besoins de monnaie et de crédit qu'ils avaient à satisfaire, ont placé au centre de leur système bancaire douze banques de Réserve Fédérale réparties sur toute l'étendue du territoire. La nécessité d'un établissement unique se faisait d'autant moins sentir que le « Federal Reserve Act » confiait aux Banques de Réserve Fédérale le contrôle de la quantité de monnaie mise en circulation et aussi la garantie matérielle de cette circulation, il laissait cependant la responsabilité et en quelque sorte le crédit de l'opération au Trésor américain.

Le Board

Il apparaissait cependant que puisque l'un des buts de la réforme était de substituer à un système bancaire essentiellement fragmentaire, un nouveau système permettant une politique d'ensemble des crédits un organe de coordination était indispensable. C'est pour répondre à cette nécessité, que l'on créa la « Federal Reserve Board » (Bureau de Réserve Fédérale). Il est composé de

huit membres, deux d'entre eux font partie du Board d'office, le Secrétaire du Trésor et le Contrôleur de la Monnaie (Comptroller of the Currency). Les six autres sont nommés par le Président de la République pour dix ans, après avis du Sénat et avec son consentement. De ces six membres, un au plus peut venir des Banques de Réserve Fédérale ; ils doivent tous « avoir de l'expérience en matière de banque et de finance » et être choisis « en tenant compte d'une représentation loyale des intérêts financiers, agricoles, industriels et commerciaux du pays et des divisions géographiques de la nation ». En 1926, ce groupe de six membres comprenait deux hommes de loi, un commerçant, un agriculteur, un économiste et un éditeur de journaux. D'une façon générale donc, l'indépendance du Board n'est pas sujette à caution ; elle était d'ailleurs la volonté des inventeurs du système ; ils désiraient que le Board représentât l'intérêt général de la nation.

Les douze Banques

Très différent au contraire est le principe qui a présidé à la création des Banques de Réserve Fédérale (1). Ces banques au nombre de douze (2), réparties dans douze districts couvrant l'ensemble du territoire américain sont avant tout des institutions privées. Si, pour leur politique de crédit, elles ne peuvent se soustraire à la volonté

(1) Cf. W. RANDOLPH BURGESS, *The Reserve Banks and the money market*, p. 9 et suiv.

(2) Ces douze Banques sont celles de : Boston, New-York, Philadelphie, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, Saint-Louis, Minneapolis, Kansas City, Dallas et San Francisco.

du Board et si, du fait de la limitation de leurs gains, leurs services peuvent paraître désintéressés, elles n'en sont pas moins dirigées par un Conseil d'administration qui représente essentiellement les intérêts privés d'une région. Dans certain district de l'Est, on a pu traduire politique des *F. R. Banks* par politique des amis et des parents (*Friends and Relatives*) (1).

Organisation des Banques

Les Banques de Réserve sont des sociétés par actions dont le capital appartient aux banques adhérentes (*member banks*). Chaque banque adhérente doit souscrire en actions de la Banque de Réserve 6 0/0 du total de son capital et de ses réserves. Ces actions ne peuvent être vendues ; si une banque se retire, ce qui pratiquement est assez rare, ses actions lui sont remboursées et sont ensuite annulées. Le Conseil d'administration de chaque Banque de Réserve est composé de neuf membres ; trois d'entre eux sont nommés par le Board et ne doivent pas être des banquiers en activité ; les six autres sont élus par les banques adhérentes ». Pour cette élection les *member banks* sont divisées en trois groupes suivant leur importance, et chaque groupe élit deux directeurs dont l'un est un banquier (2). De ces six, trois par conséquent doivent être activement engagés dans une entreprise agricole, commerciale, ou industrielle quelconque. Ce système a été très fortement critiqué, le sénateur Owen, dans un

(1) *North American Review*, mai 1929 ; *The Failure of the Federal Reserve*, par H. PARKER WILLIS, premier secrétaire du Board.

(2) Cf. EDWIN WALTER KEMMERER, *op. cit.*, p. 32.

article de la « Commercial and Financial Chronicle » du 30 juillet 1921 s'exprimait ainsi : « Le Federal Réserve Board a été créé pour contrôler, régler et stabiliser le crédit dans l'intérêt de tout le monde..... Il représente le plus gigantesque pouvoir financier du monde... au lieu d'employer son pouvoir comme l'Acte de Réserve Federale entendait qu'il fût employé, le Board a abdiqué. Au lieu d'employer ce pouvoir dans l'intérêt de tout le monde, les banquiers compris, il a délégué ce pouvoir aux banquiers ». Le sénateur Owen fait évidemment allusion à ce que la majorité des membres du Conseil d'administration des Banques de Réserve est élue par des banquiers. Il ne semble pas néanmoins que ce procédé se soit révélé si mauvais ni que le Board ait en rien abdiqué ; tout au contraire, la prééminence qu'il a prise paraît devoir assurer assez facilement la sauvegarde de l'intérêt général.

Aucun établissement de crédit n'est obligé d'adhérer au système ; en outre, des conditions d'admissibilité spéciales telle par exemple que la nécessité d'un capital minimum de \$ 25.000 pour les banques de la campagne réduisent le nombre des banques susceptibles d'en faire partie. Néanmoins, malgré les résistances violentes que la réforme a rencontrées dans le Sud, les difficultés dues à la grande variété des systèmes législatifs des différents Etats, le mauvais vouloir d'un grand nombre de banques qui prétendaient ne retirer aucun avantage du nouveau système, les banques adhérentes représentent aujourd'hui un tiers des banques en nombre et leur puissance financière forme les deux tiers du total.

Les member banks retirent les avantages suivants de leur adhésion :

1° « Recevoir pour quinze jours au plus des avances
« des Banques Fédérales garanties par un billet à ordre,
« des effets de commerce bancables ou des titres du Gou-
« vernement Américain.

2° « Escompter du papier de commerce à l'établis-
« sement Central pour en obtenir des billets ou des espèces.

3° « Recevoir les dépôts des Caisses d'Épargne et des
« Administrations publiques.

4° « Accepter les traites nationales et étrangères béné-
« ficiant d'un régime de garanties particulières et obte-
« nir sur le marché un taux meilleur pour ces accepta-
« tions.

5° « Participer aux avantages du système Fédéral
« de compensation et de recouvrement.

6° « Recevoir Crédit immédiatement du montant des
« effets remis en recouvrement à la Banque de Réserves.

7° « Rendre ces effets payables à vue sur toutes Ban-
« ques de Réserves.

8° « Recevoir des autres « National Banks » des
dépôts « en excédant de la limite générale de 10 0/0 du
« montant global du capital et des réserves de la Banque
« déposante (1).

La politique des Banques de Réserve est dirigée « vers
« le bien public et non vers un gain privé ». Le Fede-
ral Reserve Act limite les gains de ces banques à un
dividende cumulatif de 6 0/0 payé aux actionnaires. Au

(1) *Revue politique et parlementaire*, 10 juin 1929 ; *La situation moné-
taire du marché américain*, par CHARLES D'ORLÉANS.

delà de 6 0/0 les gains vont à une réserve, aussi longtemps que celle-ci reste inférieure au capital de la Banque. Si ce taux est dépassé les bénéfices en surplus vont pour 1/10 seulement à ce fonds de réserve et le reste revient au gouvernement.

Rapports du Board et des Banques

La différence qui apparaît du fait d'un recrutement différent entre le personnel dirigeant des Banques de Réserve et celui du Board s'est traduite, principalement dans les premières années du fonctionnement du système, par une certaine incertitude quant à la politique à suivre. Les dirigeants des Banques de Réserve, en contact constant avec une clientèle dont ils subissaient l'influence, et préoccupés en outre, non de gagner de l'argent, mais bien de n'en pas perdre, n'ont pas laissé parfois de montrer quelque hésitation à suivre certaines directives du Board inspirées à leur gré d'un esprit trop théorique. Il semble bien cependant aujourd'hui, que, dans le cadre établi par le « Federal Reserve Act » une expérience quotidienne longue déjà, ait progressivement réalisé un compromis et réparti les fonctions entre les deux organismes.

D'une façon générale, le Board établit les règles gouvernant les méthodes et les formalités des opérations de Réserve Fédérale dans toutes les matières où l'uniformité est nécessaire. Cela représente un travail considérable de définition et de réglementation qui a occupé une grosse part de l'activité du Board pendant les premières années du fonctionnement du système mais qui ne nous

retiendra pas dans cette étude. Le Board est aussi chargé de certaines opérations matérielles en ce qui concerne le fonctionnement d'une Chambre de Compensation entre les différents districts pour les chèques et les transferts télégraphiques. Mais en fait, son rôle le plus important et celui qui nous intéresse au premier chef est la part qu'il prend dans l'élaboration d'une politique de crédit suivie par l'ensemble du système. Cette politique s'exprime par le contrôle des taux d'escompte théoriquement fixés par les Banques de Réserve, mais soumis à la « Révision et détermination du Federal Reserve Board » et par la centralisation des opérations d'achat et de vente de papier commercial ou de titres sur le marché. De façon générale, il est rare qu'une variation du taux d'escompte pour une quelconque des Banques de Réserve, ne soit pas suivie à bref délai par des variations de même ordre dans les autres banques. Le plus souvent, une hausse ou une baisse du taux de l'escompte tout comme une opération importante d'achat ou de vente sur le marché est effectué en collaboration entre les douze Banques de Réserve et le Board.

La question s'est souvent posée de savoir à qui, du Board ou des Banques de Réserve, appartient la primauté en matière de politique bancaire et tout particulièrement de détermination du taux d'escompte. Il semble aujourd'hui établi que c'est aux Banques que doit en dernier ressort, revenir la décision :

En août 1927 le Board refuse une hausse du taux de l'escompte proposé par la Banque de Chicago. Cet incident devenu classique dans les annales du Système donna

naissance à une polémique particulièrement intéressante qui permit de mettre en lumière quelles étaient les intentions des rédacteurs de l'Acte en cette matière. Dans le « Glass Bill », un des avant-projets du « Federal Reserve Act », on pouvait lire que la révision des taux des Banques de Réserve par le Board aurait lieu « chaque semaine ou aussi souvent qu'il le faudrait »..... Dans le texte définitif au contraire cette révision n'est plus prévue que « de temps en temps... ». Il semble donc que dans l'esprit des fondateurs du Système, cette révision n'était en aucune façon obligatoire. C'est d'ailleurs l'opinion d'un certain nombre de personnalités qui ont soit participé à l'élaboration du Système, soit suivi de très près son développement. Le Sénateur Owen, juge de la question en ces termes :

« C'est évidemment l'esprit de l'Acte de confier à chaque Banque de Réserve Fédérale l'initiative de l'établissement des taux ; ces banques en effet connaissent mieux les conditions régionales et ni l'esprit ni la lettre de l'Acte ne sanctionne une quelconque interférence du Board sauf en cas de circonstances exceptionnelles » (1). L'opinion du docteur Willis est sensiblement la même : « Le Système fut à l'origine établi dans l'intention d'éviter une telle imitation de banque centrale et dans la croyance définie que les taux seraient établis localement et sous un contrôle local, la fonction centralisatrice de Washington étant simplement de mettre de tels taux en harmonie les uns avec les autres. Les Ban-

(1) Cité par Paul M. WARBURG, *The Federal System its origin and Growth* (The Macmillan Company New-York, 1930, tome II, p. 493).

« ques de Réserve locales ne peuvent se permettre d'abandonner cette autonomie. Le feraient-elles qu'elles ne seraient plus que des succursales de l'organisme central ».

Le Système de Réserve Fédérale serait donc une organisation fortement décentralisée ; chaque banque ne devrait se préoccuper que de satisfaire, en tenant compte des conditions locales, une clientèle locale. En fait la prééminence de la place de New-York en matière bancaire et les liens très étroits qui existent entre le Board et les dirigeants de la Banque de Réserve de cette ville, permettent à celui-ci de coordonner l'action des Banques et d'exercer un contrôle effectif du marché.

Sans doute le Gouverneur Strong de la Banque de Réserve de New York a-t-il pu déclarer qu'« il n'a jamais été prévu que le Board ne puisse empiéter sur l'autonomie des Banques de Réserve ou intervenir dans leurs relations avec les Banques adhérentes » (1). Il semble néanmoins que la politique bancaire du Board puisse exercer en toute indépendance.

Dans chaque Banque de Réserve le « chairman » du conseil d'administration est nommé par le Board. C'est l'« agent » de Réserve Fédérale. Théoriquement il doit servir d'intermédiaire entre le Board et les Banques et notifier à celles-ci la volonté des dirigeants du Système. Dans la pratique on constate que ces agents prennent très vite le parti des Banques, les poussent à s'entendre entre elles pour opposer leur volonté à celle du Board (2).

(1) Cf. HEARING, ON STABILIZATION. *Hearings before the committee on Banking and Currency. H. R.*, 7895, 68^e Congrès, 1^{re} session, p. 310.

(2) Cf. OSKAR MORGENSTEM, *Developments in the Federal Reserve System Harvard Business Review*, octobre 1930.

Le Federal Advisory Council

Il a également été prévu par le « Federal Reserve Act » que quatre fois par an doit se réunir un Conseil Fédéral (Federal Advisory Council) composé de douze membres choisis à raison de un par district par les différents conseils d'administration des Banques de Réserve. Ce conseil tient ses assemblées au siège du Board et discute avec les membres du Board des principaux problèmes qui se sont présentés au cours du trimestre écoulé et principalement des questions de politique financière. En fait un contact étroit existe entre les Banques de Réserve et le Board grâce à l'envoi quotidien par les Banques de rapports concernant les points principaux de leur activité et la grande facilité qu'ont leurs dirigeants de se mettre en relations téléphoniques avec les membres du Board.

Le Board a aussi l'habitude de réunir une fois par an une conférence des « Chairmen » et gouverneurs des douze banques. C'est à l'occasion d'une de ces conférences que, au printemps 1922 naquit un Comité chargé d'exécuter les opérations sur le marché libre. Ce Comité a joué un rôle de premier plan dans la politique des crédits et nous aurons à nous en occuper dans un chapitre ultérieur.

Documentation du Board

La politique des crédits du Board s'appuie sur une documentation très complète que lui fournit un département spécial créé en 1918 : la « Division d'analyses et

de recherches » (dans chaque Banque de Réserve, en outre, on trouve un département de statistiques). Cette division publie des rapports et des chiffres sur un très grand nombre de points ; leur énumération permet d'entrevoir la complexité des problèmes qui se posent aux membres du Board.

Ces rapports et chiffres portent sur (1) :

- les opérations de Réserve Fédérale,
- les conditions des Banques adhérentes,
- les taux et la condition du marché de la monnaie,
- les mouvements de l'or,
- les transferts de fonds dans le pays,
- les prêts aux « Brokers »,
- le papier commercial en circulation,
- les taux d'intérêt payés par les banques,
- les dépôts dans les banques,
- les soldes débiteurs des banques adhérentes,
- les conditions des banques étrangères d'émission,
- le taux de l'argent à l'étranger,
- les taux des changes,
- les conditions du marché des valeurs à l'étranger et dans le pays,
- les ventes et stocks des magasins de détail,
- les ventes et stocks des magasins de gros,
- les ventes des magasins à succursales et des entreprises vendant par correspondance.

Ce département publie en outre des « Index numbers »

(1) Cf. W. RANDOLPH BURGESS, *op. cit.*, p. 176.

variés portant sur : les prix, la production, la main-d'œuvre, les salaires, les constructions, les transports, le volume du commerce, les comptes débiteurs des banques, les dépôts, le commerce de gros, le commerce de détail, les faillites, dont on retrouve actuellement une part dans le « Bulletin de Réserve Fédérale » sous forme de chiffres ou de graphiques. L'étude des variations de ces différents facteurs suivant les méthodes mises en valeur par l'université de Harvard peut conduire en effet à une connaissance assez exacte des conditions de l'activité productrice du pays et, par là, de ses besoins de monnaie et de crédit et permettre ainsi au Board d'adapter en conséquence sa politique bancaire.

Fonctions des Banques

A ces préoccupations d'ordre général et spéculatif du Board s'oppose le rôle plus proprement matériel des Banques de Réserve. Elles ont été créées avant tout pour rendre des services pratiques à leur clientèle ; aux termes mêmes du Federal Reserve Act, elles sont organisées « pour fournir une circulation monétaire élastique » (elastic currency) pour assurer les moyens de réescompter le papier commercial, pour établir un contrôle plus effectif des opérations de banque aux États-Unis et « pour d'autres buts.... ». En plus de certains services en quelque sorte obligatoires, comme la garde des réserves des banques adhérentes, les Banques de Réserve réalisent un certain nombre d'opérations à caractère plus nettement commercial comme le réescompte du papier

de commerce, les avances sur titres, le recouvrement des chèques, les transferts de fonds par télégrammes. Elles prennent enfin la place du Trésor dans un certain nombre de ses fonctions (1), paient les chèques du Trésor et les coupons des bons du Trésor, remboursent les titres de rente à leur échéance ; elles effectuent pour son compte divers achats de titres, par exemple pour constituer les fonds du Bureau des Vétérans. En outre, et c'est là une part spécialement utile de leur politique, quand le Trésor a à faire face à de lourdes échéances, les Banques de Réserve achètent des « one day special Treasury certificates of indebtedness » dont le montant est progressivement réduit tous les jours, ce qui permet d'éviter toute tension sur le marché de la monnaie.

Les succursales

Il existe enfin comme dernier échelon du Système vingt-quatre succursales destinées de par leur situation géographique à suppléer à l'inégale répartition territoriale des Banques de Réserve (2). Très nombreuses dans la région de l'Est où l'activité économique est la plus forte, les Banques de Réserve sont assez largement espacées dans le Centre et l'Ouest. Ce sont aux vingt-quatre succursales qui en dépendent qu'il appartient de remplir leur rôle chacune d'elle dans le district où elle opère. Elles sont dirigées

(1) Cf. W. RANDOLPH BURGESS, *op. cit.*, p. 87 et suiv.

(2) C'est ainsi qu'il n'y a pas de succursales ni dans le district de Boston ni dans celui de Philadelphie. Celui de San-Francisco de beaucoup le plus étendu en compte cinq établies dans les villes suivantes : Los-Angeles, Salt Lake City, Portland, Seattle, Spokane.

par un Conseil d'Administration nommé assez curieusement à la fois par la Banque de Réserve et par le Board. Chaque Conseil est en effet composé de sept directeurs, quatre d'entre eux sont choisis par la Banque de Réserve dont dépend la succursale intéressée et les trois autres par le Board. Il y a là une façon de compromis que l'on ne s'explique guère et propre à soulever des difficultés à l'intérieur des Conseils : on a probablement cherché à augmenter leur autorité en faisant nommer un certain nombre de leurs membres par un Board tout puissant et lointain.

CHAPITRE II

Les Réserves

Par un excès de prudence qui peut paraître étrange à un Européen, mais qui néanmoins a pu se justifier dans un pays où n'a cessé de régner un esprit de spéculation peut-être excessif, le système bancaire américain a toujours cherché à donner une sécurité plus grande au public en imposant aux banques de déposer dans des établissements locaux ou nationaux certaines sommes en or ou en monnaie légale en garantie partielle de leur passif et en particulier des comptes de dépôts de leurs clients. Sous le régime du « National Bank Act » les banques de la campagne devaient avoir une réserve de 15 0/0 en garantie de leurs dépôts ; 6 0/0 restaient dans leurs coffres, 9 0/0 étaient placés dans les banques des villes. Ces dernières à leur tour étaient obligées d'avoir des réserves de 25 0/0 dont une moitié dans leurs coffres et l'autre déposée dans les banques des villes centrales de réserve (New-York, Chicago, Saint-Louis). Aujourd'hui, les banques non adhérentes se trouvent dans certains États soumises à des obligations de cet ordre ; ce procédé est celui des « réserves » (2).

(1) Il ne faut pas confondre ces réserves-là — nous nous résignons à les nommer ainsi à défaut d'autre mot — avec les réserves que prélèvent sur leurs bénéfices les sociétés par actions qui sont en réalité des dividendes non distribués.

(2) Voici à titre d'exemple le taux des réserves contre la totalité des

Ce procédé a trouvé à s'appliquer tout particulièrement dans le Système de Réserve Fédérale auquel d'ailleurs il a donné son nom ; à ce point de vue là donc le « Federal Reserve Act » n'a en rien innové ; il a néanmoins l'avantage de concentrer les réserves dans les Banques de Réserve.

Réserves en garantie de l'émission des billets

On trouve ces réserves à l'intérieur même des Banques de Réserve. Il y a en premier lieu, en garantie des émissions des billets de réserve fédérale (Federal Reserve Notes) des réserves de 40 0/0 en or du montant de la monnaie en circulation ; on trouve ensuite une réserve de 35 0/0 en contre-partie des comptes de dépôts des member banks. Les réserves en garantie des dépôts peuvent être non seulement de l'or mais aussi des dollars en argent, des « silver certificates » (qui représentent de l'argent) ou encore des « United States Notes » ou « greenbacks » (des verts) émis sous l'ancien régime et garantis environ par la moitié de leur valeur en or (1).

Cette règle des réserves n'est cependant pas d'une ab-

dépôts à vue dans l'Etat de New-York ; 18 0/0 dans les villes de plus de 1.500.000 habitants dont 12 0/0 sur place, 15 0/0 dans les villes de plus de 1.000.000 d'habitants dont 10 0/0 sur place 12 0/0 partout ailleurs, dont 4 0/0 sur place. Ces règles ne s'appliquent naturellement pas aux member banks (Cf. *New-York Banking Law*, article III, paragraphe 112).

(1) La section 16 du Federal Reserve Act s'exprime ainsi « chaque « Federal Reserve Bank doit maintenir des réserves en or ou en monnaie « légale qui ne devront pas être inférieures à 35 0/0 de ses dépôts et une « réserve en or qui ne devra pas être inférieure à 40 0/0 de ses Federal Reserve Notes en circulation ».

solue rigueur (1) ; le législateur n'a pas voulu que tout le système soit exposé un jour à s'effondrer pour avoir été soumis à des règles trop rigides et d'ailleurs parfaitement arbitraires. Aussi le Federal Reserve Act dans sa section II donne-t-il au Board le pouvoir de : « suspendre pour
« une période ne dépassant pas 30 jours et de renouveler
« cette suspension pour des périodes ne dépassant pas
« 15 jours toute exigence de réserve spécifiée au présent
« acte à charge par lui :

« D'établir une taxe proportionnelle (*graduated*) sur
« les sommes qui manqueraient aux réserves prévues par
« l'acte, de façon à ce qu'elles atteignent le niveau ci-
« après spécifié ;

« Si la réserve en or gardée en contre-partie des Federal
« Reserve Notes tombe au-dessous de 40 %, d'établir
« une taxe proportionnelle de plus de 1 % par an sur
« le manquant, tant que la réserve ne tombe pas au-
« dessous de 32 1/2 % ;

« Si la réserve vient à tomber au-dessous de 32 1/2 %
« d'instituer une taxe à un taux progressif s'augmentant
« d'au moins 1/2 0/0 par an et par tranche de 2 1/2 % ou
« par fraction dont ladite réserve serait tombée au-dessous
« de ce chiffre.

« Dans tous ces cas la taxe sera payée par la Banque de
« Réserve, mais au taux des intérêts et escomptes fixés
« par le Federal Reserve Board elle devra ajouter un mon-
« tant égal à la dite taxe. »

Ce dernier point met à la charge des clients des Ban-

(1) Cf. BECKHART, *Discount policy of the Federal Reserve System*, p. 133 et suiv.

ques de Réserve, les taxes qu'elles seraient obligées de payer. Ce système ingénieux n'a jamais reçu la moindre application ; il s'avérerait d'ailleurs à l'usage inefficace, car les rédacteurs de l'Act ont complètement négligé de prévoir des pénalités pour le cas où les réserves en garantie des dépôts seraient insuffisantes.

De ce fait, en cas de crise les Banques de Réserve pourraient employer tout leur or en garantie des Federal Reserve Notes et n'affecter que ce qui resterait sans emploi aux dépôts puisque ainsi, même si le taux de 35 0/0 n'était pas atteint, elles ne risqueraient pas d'avoir à payer la moindre redevance au Board.

Réserves des member banks

De même, les member banks sont tenues de constituer des réserves en garantie des comptes créditeurs de leurs clients. Ces réserves qui pendant quelque temps ont pu être constituées en partie par de l'or déposé dans les coffres même des banques adhérentes sont aujourd'hui représentées uniquement par leurs comptes de dépôt à la Banque de Réserve. Elles peuvent les compléter soit par des versements en argent, soit grâce aux crédits qui leur sont consentis.

Leur taux assez faible est variable. Pour les dépôts à terme il est uniformément de 3 0/0. Pour les dépôts à vue, au contraire, la proportion des réserves au dépôt est de 13 0/0 pour les member banks de New-York ou de Chicago, de 10 0/0 pour les banques adhérentes des principales villes et de 7 0/0 pour les banques de villes de moindre

importance et de la campagne. Le taux moyen des réserves tant pour les dépôts à vue que pour les dépôts à terme et du fait de l'accroissement constant de la proposition des dépôts à terme baisse constamment ; il était de 13,5 0/0 en 1913 avant la mise en application de la loi, il est tombé à 9,4 0/0 en 1926 (1).

Si nous passons directement maintenant des member banks aux Banques de Réserve, nous constatons que si une banque adhérente voit ses dépôts augmenter de \$ 100 elle devra accroître le solde de ses dépôts à la Banque de Réserve de \$ 10 ce qui se traduira par une augmentation des réserves de la Banque de \$ 3,50. Si la member bank a besoin de \$ 100 en argent, elle les demandera à la Banque de Réserve qui devra augmenter ses réserves de \$ 40. Si enfin la member bank est obligée de demander à la Banque de Réserve 100 dollars d'or pour les exporter, cette dernière devra compléter ses réserves pour un chiffre équivalent. Nous voyons ainsi que dans les changements dans les comptes de dépôts des clients des member banks n'ont qu'une importance relativement faible dans les variations des réserves des Banques de Réserve.

Multiplication des crédits

Ce système des réserves prête à un jeu assez complexe de multiplications de crédits. Supposons par exemple qu'une member bank dépose dans une Banque de Réserve \$ 100 soit d'or, soit de « gold certificates », c'est-à-dire d'une monnaie représentant de l'or. De ces \$ 100, la

(1) Cf. *infra*, p. 139 et 188.

Banque de Réserve doit mettre de côté \$ 35 en garantie du dépôt. Les \$ 65 qui restent permettent de créer de nouveaux crédits ; ils peuvent en effet servir de réserve et donner à la Banque la possibilité d'émettre des Reserve Notes pour un montant égal à 2 fois $1/2$ \$ 65 (taux de 40 0/0), c'est-à-dire \$ 165. Mais il se peut aussi que la banque adhérente n'ait pas besoin de monnaie et se contente de conserver ces \$ 100 au solde créditeur de son compte ; cette somme lui servira alors de réserve et lui permettra d'augmenter les comptes de dépôts de ses clients de 10 fois ce chiffre, c'est-à-dire de \$ 1.000 (nous prenons ce chiffre moyen 10 pour la commodité du calcul) ; cet accroissement du pouvoir de prêt des banques adhérentes ne s'arrête pas là. Car l'addition de \$ 100 aux réserves de la Banque accroît son pouvoir de prêts (sur la base du taux de 35 0/0) de 2,85 fois \$ 65, soit environ \$ 185, somme qu'elle pourra prêter à une member bank, par le même phénomène que ci-dessus. Cette dernière pourra prêter à ses clients 10 fois ce montant, c'est-à-dire \$ 1.850. Ainsi un dépôt de \$ 100 en or dans une Banque de Réserve permet d'accroître les crédits que les member banks accordent à leurs clients de \$ 2.850 (1). Cette énorme multiplication de crédits est un des motifs pour lesquels l'action des Banques de Réserve sur le marché bancaire est peu efficace. Tout au contraire, les Banques semblent pouvoir beaucoup plus facilement exercer leur influence sur le marché de la monnaie. A \$ 100 de dépôt ne correspond en effet qu'une émission de \$ 165 de Federal Reserve Notes et si les besoins de monnaie restaient

(1) Cf. E. A. GOLDENWEISER, *Federal Reserve System in operation*, p. 21.

constants il serait, semble-t-il, aisé aux Banques de Réserve de restreindre ou d'augmenter les moyens de paiement. Comme nous le verrons plus tard, il n'en est pas ainsi (1).

Il faut bien considérer en outre que ces proportions de 1 à 28,5 et de 1 à 1,65 ne sont pas immuables et ne correspondent à rien dans la pratique. Les member banks ont un compte créditeur de réserve à la Banque de Réserve ; si l'une d'elles a besoin de monnaie, elle en demandera à la Banque. Le versement de cette dernière se fera très probablement aux dépens des réserves de la banque adhérente en garantie des dépôts de ses clients, réserves qu'elle devra compléter à la fin de la semaine soit par un virement, soit par un nouveau dépôt, soit même en demandant une avance à la Banque. Les réserves dans les Banques de Réserve n'ont donc pas d'affectation propre et peuvent aussi bien servir à garantir une émission de billets que des comptes de dépôts. Même quand une member bank est à court de fonds et doit à la Banque de Réserve, son emprunt sera probablement supérieur à 1/10 des nouveaux comptes de dépôts qui l'obligent à augmenter ses réserves. Il est, en effet, très probable que le client crédité par la banque adhérente touchera le montant de son dépôt ou du moins une partie par chèque ; la Banque perdra donc une partie de ses fonds par compensation et comme les compensations se font par l'intermédiaire des Banques de Réserve, elle perdra ainsi une partie de ses réserves et devra les compléter par un nouvel emprunt.

(1) Cf. *infra*, p. 185 et suiv.

Ainsi, s'il est vrai qu'une member bank qui augmente ses dépôts d'une certaine quantité ne doive augmenter ses réserves que de $1/10$, on ne peut pas dire qu'une banque adhérente puisse prêter à ses clients dix fois ce que lui a avancé la Banque de Réserve Fédérale.

Cependant, si nous nous plaçons dans le cas théorique d'une banque unique, les paiements par chèques ne feraient que transférer les dépôts d'un compte à l'autre à l'intérieur de la Banque, puisque, par définition, tous les capitalistes ne peuvent être clients que de cette seule Banque. Cette Banque pourrait donc bien prêter dix fois ce qu'elle a reçu puisque ses réserves ne changeraient jamais. Si nous supposons maintenant que nous sommes dans une période générale d'extension de crédits ce qu'une banque perdra d'un côté, il y a toutes chances qu'elle le retrouve de l'autre par un phénomène de compensation. Par conséquent, en même temps que s'accroîtront les avances des Banques de Réserve et les emprunts aux member banks, le pouvoir de prêt de ces member banks, du fait de la diffusion générale des crédits s'augmentera bien dans la proportion de dix contre un tout comme s'il n'y avait qu'une banque. Et c'est bien là une des faiblesses du système qu'en période de production accrue et d'inflation de crédit le mécanisme des réserves facilite un accroissement considérable des prêts des member banks à leurs clients.

Il se peut que les prêts aux clients traduisent tout simplement une hausse des prix et par conséquent une augmentation des besoins monétaires ; dans ces conditions, le client de la banque adhérente retirera entiè-

rement en argent le prêt à lui consenti et la member bank se trouvera ainsi privée d'une partie de ses réserves et devra emprunter à la Banque de Réserve la totalité de l'argent qu'elle a perdu. Dans ce cas, la quantité de crédit, en passant du stade des member banks au stade des consommateurs, est restée inchangée et la proportion n'est plus de un contre dix mais bien de dix contre dix.

Ainsi ce système des réserves apparaît-il essentiellement comme le moyen par lequel les Banques de Réserve peuvent à leur gré augmenter ou restreindre l'importance des crédits sur le marché. Ce système s'impose d'autant plus aux États-Unis, que dans ce pays beaucoup moins qu'en Europe, le crédit dépend de la circulation monétaire. Le développement considérable des règlements par chèques tend, en effet, de plus en plus à réduire en valeur relative le nombre des paiements en monnaie dans le pays et, par conséquent, de ses besoins monétaires. Il faut bien considérer cependant que ce système des réserves ne change en rien le mécanisme même de la création des crédits telle que nous l'apprend une expérience européenne. On trouve encore la classique relation entre le crédit et la monnaie en circulation qui oblige, le cas échéant, les banques ou les particuliers, à faire appel à l'institut d'émission pour faire face à leurs engagements. Mais, en outre, les banques et, par conséquent leurs clients, sont tenues à garder une certaine proportion entre la totalité des crédits et leurs réserves, et, par là encore, sont condamnées à demander des crédits aux Banques de Réserve lorsque leurs réserves sont déficitaires. Cette dernière relation d'ailleurs est, de

nouveau, une relation monnaie-crédit puisque les member banks peuvent compléter les réserves en versant de la monnaie légale à leur compte à la Banque. Cette monnaie, étant retirée de la circulation, doit être remplacée, et ne peut l'être généralement que grâce à une avance de cette dernière. On trouve donc, tout comme dans le système classique une relation entre la monnaie et la totalité des crédits. Mais cette relation est double aux États-Unis, ce qui, théoriquement, devrait permettre une action beaucoup plus efficace de la part des Banques de Réserve Fédérale.

Influence des réserves sur la politique bancaire

Ce système de réserves, en outre, sert encore une deuxième fois à l'intérieur même des Banques de Réserve. Nous avons vu, en effet, que ces dernières doivent garder des réserves, de, respectivement, 40 à 35 0/0 en garantie de leurs émissions de réserve notes et de leurs comptes de dépôts. La nécessité pour ces banques de conserver leurs réserves semblent devoir être un facteur important de leur politique monétaire. En fait, le rôle de ces réserves s'est prouvé jusqu'à ce jour des plus réduits. Les circonstances exceptionnelles dans lesquelles s'est développé le système de réserve fédérale et tout particulièrement l'afflux constant d'or pendant les années d'après-guerre ont fait que le taux des réserves s'est trouvé presque toujours très au-dessus de 40 0/0. En raison de la très large marge de sécurité que ce taux élevé leur garantissait, les Banques n'ont pas eu à tenir

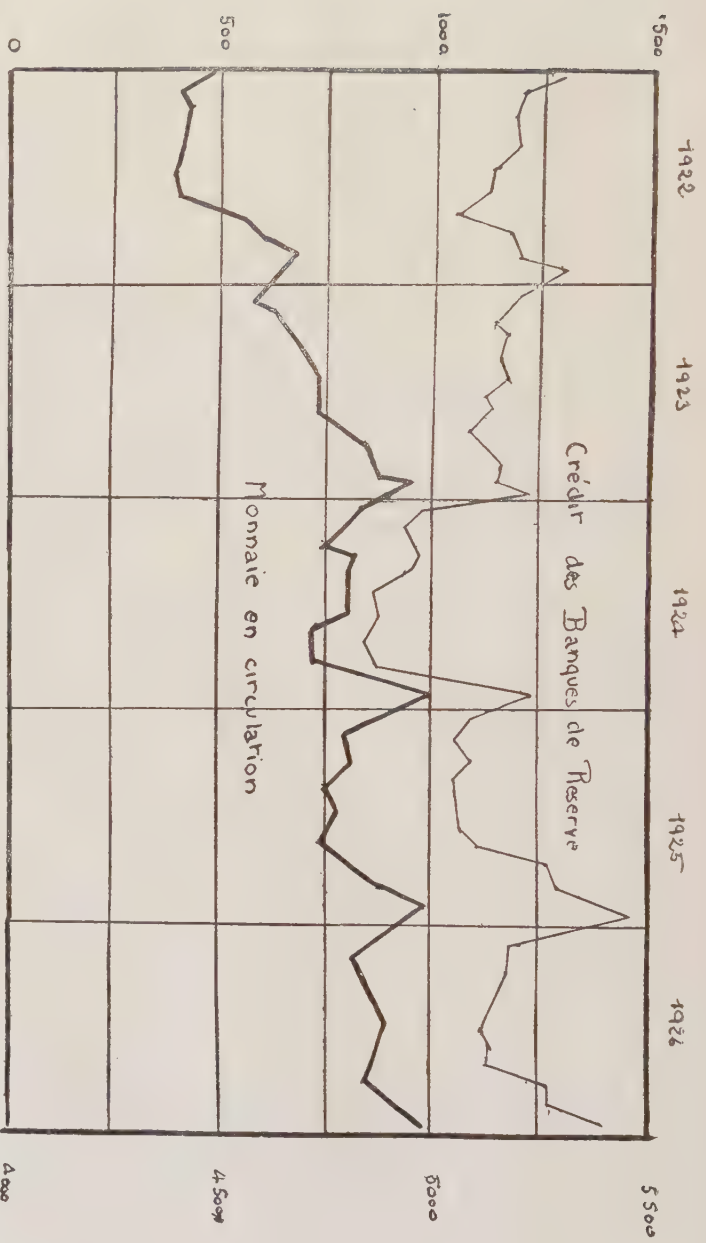
compte de ses variations. Il y eut bien cependant une période, lors de la crise de 1920, où le taux des réserves s'effondra et atteignit 43 0/0 seulement, l'on put même craindre un moment, qu'il ne tombât au-dessous du taux minimum de 40 0/0. Les mesures énergiques prises alors par les Banques de Réserve, mesures que justifiaient d'ailleurs, non seulement cette baisse du taux, mais d'autres motifs encore, ont empêché que cette limite ne fût atteinte; depuis cette période, le taux n'est guère descendu au-dessous de 70 0/0. Voici d'ailleurs quelques chiffres :

DATES	Taux des réserves par rapport aux engagements en dépôts et en Federal Reserve Notes dans les 12 Banques de Réserve
20 mars 1917	89,00
29 novembre 1917. .	50,00
29 octobre 1920 . . .	43,10
31 juillet 1922 . . .	79,90
10 septembre 1924. .	80,30
Juin 1926.	75,40
Décembre 1926 . . .	70,60
Juin 1927.	77,80
Décembre 1927 . . .	68,40
Juin 1928.	68
Décembre 1928 . . .	63,60
Juin 1929.	74,50
Décembre 1929 . . .	69,30

On ne trouve pas une pareille marge dans les réserves que les member banks sont obligées de conserver chez

les Banques de Réserve. Les banques adhérentes, en effet, ont tout intérêt à employer leurs disponibilités et à éviter de laisser sans emploi, à leurs comptes créditeurs auprès des Banques de Réserve les sommes en excédent qui ne leur rapportent rien ; elles sont d'autant moins incitées à le faire, que ces dernières, en cas de besoin, leur consentiraient les avances nécessaires pour compléter le chiffre de leurs réserves. En fait, le plus souvent, les banques sont à la limite de leurs réserves ; si, pour une raison quelconque, — augmentation des dépôts de leurs clients ou virement de leur crédit à la Banque de Réserve — leur compte de réserves devient déficitaire, elles compenseront le solde débiteur en déposant de la monnaie en versant un chèque sur une autre banque (ce qui ne fait que transférer le déficit) ou en demandant une avance. Si elles ne le font pas, elles devront payer une pénalité proportionnelle aux sommes manquantes et ce, à un taux supérieur au taux de l'escompte et calculé sur la moyenne des découverts à la fin de chaque quinzaine. Les member banks préféreront donc toujours demander des crédits ; dans une période de prix stables et en l'absence d'importations d'or, c'est d'ailleurs le seul moyen qu'elles auront de compléter leurs réserves. Inversement dans une période de baisse de prix, les member banks rembourseront leurs avances aux Banques de Réserve.

C'est ainsi que tout de suite après la guerre, le chiffre des dépôts des banques adhérentes augmentant considérablement et l'accroissement des moyens monétaires étant largement compensés par la hausse des prix, des



Crédites Banques de Réserve
(millions de dollars)

Monnaie en circulation
(millions de dollars)

Les demandes de monnaie sont un facteur
dominant de l'emploi des fonds de réserve fédérale

banques adhérentes ont dû largement faire appel aux crédits des Banques de Réserve pour compléter leurs réserves.

A partir de 1921, au contraire, et jusqu'au milieu de 1922, on assiste à un effondrement des cours et malgré la diminution de la circulation monétaire et l'augmentation des dépôts, les member banks peuvent rembourser les Banques de Réserve.

Il s'est créé, ces dernières années, un marché spécial de fonds des Banques de Réserve qui permet aux banques adhérentes de vendre leurs excédents de réserve ou de racheter leur déficit. Cela évite, dans une certaine mesure, d'emprunter aux Banques de Réserve.

Il faut retenir de tout ceci la relation très étroite qui existe entre la monnaie en circulation et les crédits des Banques de Réserve. Le graphique ci-contre, que nous empruntons au « Federal Reserve Bulletin » de Janvier 1926 (1), le fait bien ressortir. Lorsque les besoins monétaires augmentent, les Banques demandent des billets et voient leurs réserves diminuer en proportion ; elles doivent donc emprunter aux Banques de Réserve pour les reconstituer. Inversement, en période d'abondance monétaire, les member banks retirent de la monnaie pour rembourser les avances qui leur ont été consenties. Ainsi les courbes du total des crédits des Banques de Réserve et celle de la monnaie en circulation doivent être parallèles, puisque les besoins de monnaie déterminent les appels au crédit des Banques.

(1) D'après W. RANDOLPH BURGESS, *op. cit.*, p. 49.

Dans ce graphique cependant, nous constatons qu'alors que, de 1922 à 1924 les crédits des Banques de Réserve restent stationnaires, la circulation monétaire ne cesse de croître. Une diminution des besoins monétaires due, par exemple, à un ralentissement des affaires ne suffit pas à expliquer ce phénomène. Il a pour cause des importations considérables d'or qui se sont produites à cette époque ainsi que nous allons l'exposer ci-après.

CHAPITRE III

La Monnaie

A. Les diverses monnaies légales

La monnaie actuellement en circulation aux Etats-Unis se compose de cinq espèces différentes dont l'existence s'explique par la grande variété des systèmes monétaires et bancaires qui a toujours régné dans ce pays. Ces cinq catégories (1) sont :

1^o Les « *Gold certificates* » ; ce sont des certificats représentant des lingots d'or déposés dans les coffres des banques.

2^o Les « *Silver certificates* » qui représentent de la même façon des lingots en argent. Leur montant est d'ailleurs limité par la loi à un chiffre assez faible.

3^o Les « *United States Notes* » ou « *greenbacks* » émis par le gouvernement pendant la guerre civile. Ils sont garantis par environ 50 0/0 d'or en lingots. Le montant de la circulation est de \$: 346.016 (2).

4^o Les « *National Bank Notes* » (3). — Ils formaient le principal instrument monétaire ayant la mise en vigueur du Federal Reserve Act, aujourd'hui encore, les banques nationales peuvent en émettre ; ils sont garantis par des

(1) Cf. W. RANDOLPH BURGESS, *op. cit.*, p. 41 et suiv.

(2) Cf. Lettre du Federal Reserve Board du 8 août 1919.

(3) Cf. *supra*, p. 12 et suiv.

bons du gouvernement américain portant le privilège d'émission. Leur montant est ainsi limité par celui de ces bons, qui, en 1913 était d'environ \$: 750.000.000, le chiffre de ces notes en circulation en 1928 était de \$: 650.000.000 (1). Il existe un fond de rachat ou « Redemption fund » entre les mains du trésorier des Etats-Unis. Il sert en quelque sorte de garantie à cette circulation et est constitué par un versement de 5 0/0 des « National Bank Notes » en circulation, que les banques font au Trésor.

On a émis, à un moment donné, des « Federal Reserve Bank Notes » dont l'origine est assez curieuse. Ils étaient primitivement destinés à prendre la place des « National Bank Notes » et leur émission était garantie par les bons du gouvernement. Il était entendu que les Banques de Réserve rachèteraient progressivement les garanties des banques nationales. La circulation ne changerait pas puisqu'en même temps que l'on émettrait des « Federal Reserve Bank Notes », un montant équivalent de « National Bank Notes » serait privé de garantie. Les member banks vendraient leurs bons aux Banques de Réserve pour un montant maximum de \$: 25.000.000 par an pendant une période s'étendant jusqu'en 1935. Si même, ne se faisait pas sentir la nécessité de nouveaux billets en circulation, on paierait des bons par des « gold notes » un an ou par des obligations 3 0/0 remboursables en 30 ans et ne possédant pas le privilège d'émission. Mais la

(1) Cf. *Recent Economic changes in the United States* ; « Money and Credit and their effect on business » ; O. M. W. SPRAGUE et W. RANDOLPH BURGESS, p. 671.

guerre vint et l'on abandonna ce projet. Lorsqu'en 1918, la hausse du cours de l'argent créa des difficultés monétaires aux Indes, le gouvernement américain vendit au gouvernement de ce pays 208.000.000 onces d'argent en vertu d'un acte connu sous le nom de « Pittman Act ». Une quantité correspondante de « Silver certificates » fut retirée de la circulation, mais comme à ce moment-là se faisait tout particulièrement sentir la nécessité d'accorder de larges facilités monétaires, les Banques de Réserve furent autorisées par le « Pittman Act » (1) à émettre des « Federal Reserve Bank Notes » garantis par des bons du Trésor. Le maximum était fixé à \$ 260.000.000. Il était, en outre convenu que, aussitôt qu'il le voudrait, le Trésor en rachèterait l'équivalent en argent à un taux qui fût fixé à \$ 1 l'once. Cette opération fut réalisée à partir du 21 juillet 1921 et les Federal Reserve Bank Notes ne tardèrent pas en conséquence à disparaître de la circulation.

5° Les « Federal Reserve Notes ». — C'est la monnaie créée par le Federal Reserve Act qui, en déterminant les règles de son émission, s'est inspiré de principes nouveaux. Jusqu'en 1913 en effet, la monnaie en usage aux Etats-Unis était, soit gagée intégralement sur de l'or ou de l'argent (dans ce dernier cas d'ailleurs, en quantité restreinte) soit garantie sous diverses formes par le crédit de l'Etat et, dans ce cas, le montant en circulation était limité par la loi. On trouvait donc, d'une part un volume fixe de monnaie garantie par l'Etat, d'autre part, de l'or ou des

(1) Cf. E. A. GOLDENWEISER, *op. cit.*, p. 77.

« Gold certificates » dont le montant ne pouvait naturellement varier dans de grosses proportions. C'était là un des principaux inconvénients du système bancaire américain (1) ; en période d'activité productive et de hausse des prix, les banques ne pouvant accroître la circulation en réescomptant leur papier, consentaient des crédits à leurs clients et lorsque la crise venait, elle était d'autant plus violente qu'elle n'était pas, en quelque sorte, amortie par un excès de monnaie dont la circulation ne se serait résorbée que progressivement. Les producteurs se plaignaient en outre de n'avoir pas à leur disposition une monnaie élastique dont la circulation dépendit des besoins du marché.

C'est pour éviter ces inconvénients que l'on adopta une monnaie nouvelle pour laquelle aucune limite d'émission n'était fixée et qui était garantie en partie par le portefeuille commercial des Banques de Réserve. Pour la mise en circulation de ces « Federal Reserve Notes », le Federal Reserve Act exige d'abord une réserve minima d'or de 40 0/0 (chiffre arbitraire, mais que semble confirmer l'expérience de divers instituts d'émission) en outre, les notes doivent être garantis, soit « par des billets à ordre à court terme représentant une transaction industrielle commerciale ou agricole » soit, par des acceptations. Le papier « éligible » pour cette garantie doit présenter certaines conditions ; on exige, par exemple, qu'il soit à moins de 90 jours et qu'il porte la signature de au moins une member bank. Pendant la guerre en outre, un amendement au Federal Reserve Act a

(1) Cf. *supra*, p. 11 et suiv.

autorisé l'émission de Reserve Notes gagés sur des billets à quinze jours de member banks garantis eux-mêmes par des obligations du gouvernement ou du papier « éligible ». Cette mesure fut prise, en partie pour faciliter le placement des obligations du gouvernement, en partie pour déguiser une inflation inévitable (1).

La réserve de 40 0/0 en or des notes s'applique seulement aux notes en circulation et non aux notes émises (*outstanding*), en revanche, la garantie en papier s'applique même aux notes émises.

Pratiquement, ces Federal Reserve Notes ont toujours une garantie très forte car les member banks déposent tout leur papier éligible — et il dépasse les besoins de la circulation — aux Banques de Réserve. En outre, l'or en dépôt est toujours très supérieur au chiffre de 40 0/0. Lorsqu'en 1920, la circulation monétaire a atteint son chiffre le plus haut, on aurait pu encore émettre \$: 800.000.000 de Federal Reserve Notes avant d'atteindre le plafond (2).

Règles d'émission

L'émission des Reserves Notes se fait par l'intermédiaire du « Chairman » du Conseil d'administration de chaque Banque de Réserve. Il est nommé par le Board et est ce qu'on appelle l'agent de Réserve Fédérale. Il sert en quelque sorte d'intermédiaire entre sa banque d'une part, le Board et le Contrôleur de la monnaie d'autre part. Il reçoit les notes de ce dernier et se tient prêt

(1) Cf. *infra*, p. 208 et suiv.

(2) Cf. W. RANDOLPH BURGESS, *op. cit.*, p. 45.

à satisfaire les demandes de la Banque ; le plus souvent, il peut le faire immédiatement car il a sur ses livres au compte de la Banque un excédent de papier en garantie. La Banque de Réserve elle-même ne fait généralement que transmettre les besoins de numéraire des banques adhérentes.

Lorsque les Banques de Réserve reçoivent des Reserve Notes dont elle n'ont pas l'emploi, elles les rendent à l'Agent qui libère, en contre-partie, pour une valeur égale de papier.

Les divers Agents de chaque banque ont chacun un compte spécial d'or au Board. C'est le compte « gold fund — Federal Reserve Board » que l'on voit figurer au Bilan des Banques de Réserve et qui est représenté par l'or qu'elles ont envoyé au Board. Sa principale utilité est de permettre les transferts d'or entre les banques par de simples jeux d'écritures. Il existe de même, auprès du Trésorier des Etats-Unis un compte « gold redemption fund ». Il est destiné à assurer le remboursement des Reserve Notes présentés aux guichets du Trésor. Pour alimenter ce compte, les Banques de Réserve versent 5 0/0 en or du montant des notes en circulation. Si cependant c'est un dépôt or auprès de l'agent qui couvre les notes, cette réserve est inutile. Pratiquement le Trésor ne tient pas compte de cette dernière disposition et s'arrange pour conserver un fond de rachat de 5 0/0 en or du total de la circulation (1).

Le Board possède enfin le pouvoir de refuser ou de n'accorder que partiellement à une banque ses demandes

(1) Cf. E. A. GOLDENWEISER, *op. cit.*, p. 75.

de numéraire. Le Federal Reserve Act le spécifie en ces termes : Le Board « a le droit par l'intermédiaire de l'Agent de Réserve Fédérale de n'accorder qu'à un moment donné ou en partie ou de rejeter entièrement la demande en Federal Reserve Notes de n'importe quelle banque de Réserve Fédérale ». Il peut aussi exiger des garanties supplémentaires. L'application de cette mesure extrême a probablement été prévue pour le cas où le Board voudrait arrêter une politique de crédit dangereusement libérale d'une de ces Banques. Il n'a d'ailleurs jamais eu à faire usage de ce droit.

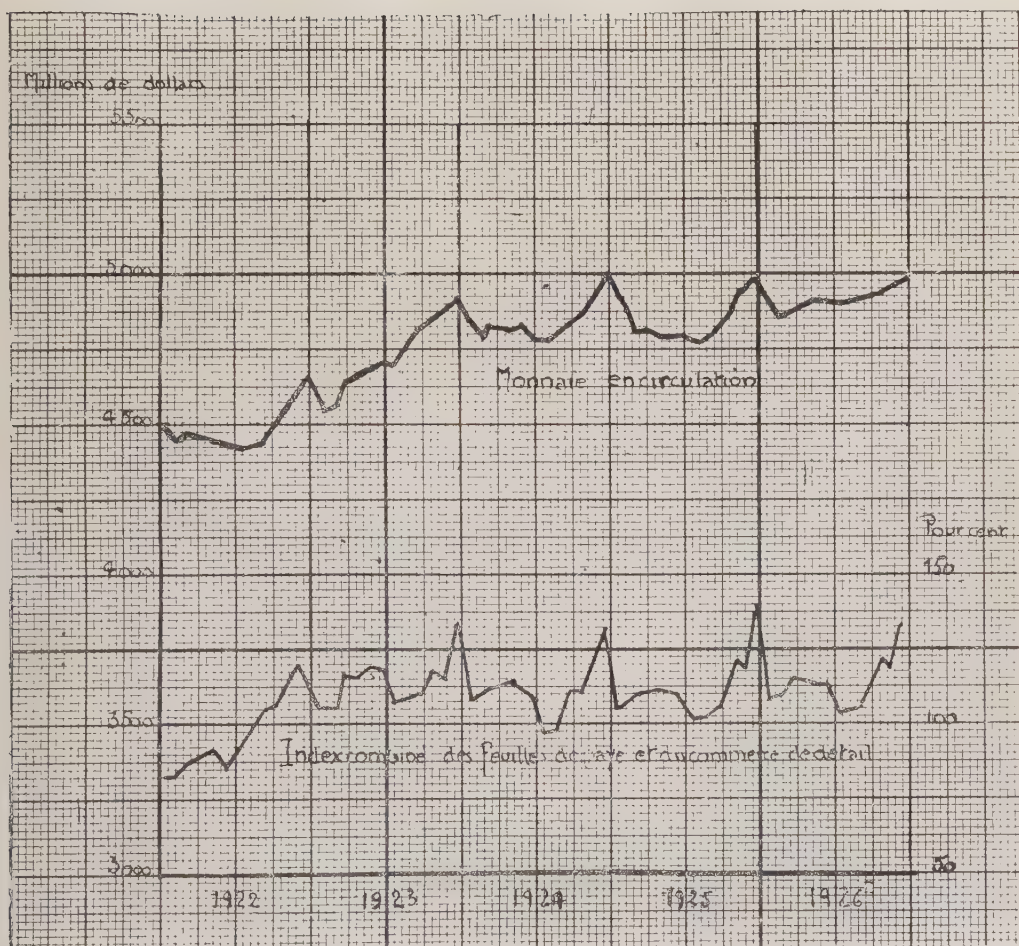
Remarquons que lorsqu'une Banque adhérente demande des avances à sa Banque de Réserve ce peut être pour plusieurs causes : ou bien, ses dépôts ont augmenté et elle veut accroître ses réserves (ce qui n'aurait qu'une action assez faible sur celle de la Banque) ; ou bien, des transferts de fonds ont diminué ses réserves ce qui correspond presque nécessairement à un accroissement de celles d'une autre banque ; ou enfin, ses clients demandent de l'argent. Ce dernier cas est particulièrement intéressant pour les Banques de Réserve, car pour obtenir \$ 100 de numéraire, il faut emprunter \$ 100 et les retirer matériellement de la Banque. C'est pour cette raison que la principale cause d'emprunts aux Banques de Réserve a été, pendant longtemps, les retraits d'argent. « Les Banques de Réserve du point de vue du principal emploi fait de leur crédit peuvent être regardées principalement comme des Banques d'émission (currency supplyng banks) » (1).

(1) *Annual Report of the Federal Reserve Board*, 1923, p. 23.

Ce système d'émission ne diffère pas, dans son principe, des systèmes classiques. On trouve une relation très étroite entre le total de la monnaie en circulation et les besoins de la production. On retrouve de même les variations saisonnières de la circulation monétaire. Elle augmente à la fin de l'été, au moment où on paie les récoltes et dans les derniers jours de l'année ; elle se contracte au contraire à l'automne et vers le milieu de janvier. Nous reproduisons ci-contre un graphique emprunté à Mr W. Randolph Burgess qui montre la curieuse similitude qui existe entre la courbe de la monnaie en circulation et celle de « l'index combiné des feuilles de paie et du commerce de détail » (pay roll and retail trade indexes combined).

B. *Le problème de l'or*

On commença à mettre des Federal Reserve Notes en circulation dès 1914. De l'établissement du système jusqu'en 1917, le chiffre des émissions successives fut de \$ 350.000.000. Cette somme, d'ailleurs, ne correspondait pas à un accroissement de la circulation, car ces billets étaient pour la plupart émis en remplacement de « Gold certificates » et de pièces d'or que les Banques de Réserve envisageant la possibilité d'une guerre et désirant préparer des réserves, retiraient de la circulation. Dès l'entrée en guerre des Etats-Unis, les émissions prirent un développement considérable et du 1^{er} avril 1917 au 1^{er} décembre 1920, leur chiffre atteignit \$: 3.000.000.000. Un pareil accroissement de la circulation fut rendu possible grâce à l'emploi des bons du Trésor comme gage



Volume du total des salaires payés et du commerce de détail sur le volume de la circulation monétaire.

(nous le verrons dans un chapitre ultérieur) (1). En revanche, le chiffre de l'or déposé dans les coffres des Banques de Réserve n'était pas assez élevé pour servir de garantie à une telle émission même au taux minimum de 40 0/0. On put cependant continuer à émettre des billets sans sortir de la légalité car la plus grosse partie de ces Reserves Notes n'entra pas en circulation et resta déposée dans les Banques comme notes « outstanding ». Grâce à cet artifice, bien que le chiffre vrai de réserve d'or fut de 25 0/0 environ, à aucun moment la limite légale ne fut atteinte.

A partir de la fin de 1920, après le dénouement de la crise et la restriction des besoins monétaires qui en fut la conséquence, on assista à un resserrement de la circulation des Federal Reserve notes. Leur montant tomba à \$ 3.351.000.000 en octobre 1920, à \$ 2.127.000.000 en juillet 1922. Ce fut à la fin de 1919 que l'on rétablit aux Etats-Unis la libre circulation de l'or. Dès 1921 et du fait des énormes importations d'or qui résultèrent de cette mesure libérale, se produisit un des phénomènes de l'histoire monétaire des Etats-Unis qui permit à la politique des Banques de Réserve Fédérales de se manifester de la façon la plus évidente. C'est à ce titre qu'il nous intéresse tout spécialement et que nous allons l'étudier dans les pages qui vont suivre.

Le stock d'or aux Etats-Unis (2) en juin 1920 était de \$ 2.700.000.000 ; il était en mars 1927 de

(1) Cf. *infra*, p. 213.

(2) Il était avant la guerre d'environ \$ 1.900.000.000.

\$: 4.600.000.000 ce qui représente une augmentation de près de \$: 2.000.000.000 pendant cette période de 7 ans (1). Cette quantité considérable d'or ainsi importée a été transformée presque entièrement en monnaie ; c'est ainsi que de juillet 1922 à août 1924, l'or et les « gold certificates » en circulation ont augmenté de plus de \$ 600.000.000. On aurait pu croire qu'une pareille abondance de monnaie ne manquerait pas de produire une hausse des prix. On constate au contraire, que de 1921 à 1927, le niveau des prix n'a pratiquement pas varié.

On ne peut expliquer un résultat aussi paradoxal par le simple jeu d'un accroissement naturel des besoins monétaires du pays. Avant la guerre, en période normale, les disponibilités en or aux Etats-Unis augmentaient d'environ \$ 60.000.000 par an ; ce chiffre correspondait probablement au développement normal de l'activité américaine, car s'il s'accompagnait d'une augmentation proportionnelle des dépôts, il n'était suivi par aucune hausse sensible des prix. Mais il y a loin de ces \$ 60.000.000 annuels à cette inflation énorme de la circulation métallique dans la période d'après-guerre.

Cet afflux d'or, que permit le rétablissement de la libre circulation des métaux précieux aux Etats-Unis, est dû principalement au paiement par l'Europe de l'énorme déficit du courant commercial entre les deux

(1) Il n'y a pas lieu de tenir compte de la production nationale d'or. Son excédent sur les besoins de la consommation non monétaire est en effet très faible. Il atteignait d'après les chiffres communiqués par le directeur de la Monnaie \$ 12.000.000 en 1923, \$ 14.000.000 en 1924, \$ 14.000.000 en 1925, \$ 5.000.000 en 1926. — Cf. *The Review of Economic Statistic*, février 1928 (*Review of the year, 1927*, p. 12).

continents dans les années de reconstruction qui suivirent la guerre. L'origine de cet or est connu ; pour une part, il venait de la « Reichbank » par l'intermédiaire de « U. S. Grain corporation » qui avait vendu en Allemagne des produits alimentaires après l'armistice ; mais surtout il venait des réserves de l'ancienne Banque d'Etat russe. L'or russe en lingots ou en pièces était exporté par la Suède où il était refrappé et par la France qui en avait besoin pour effectuer ses paiements (1).

Les importations d'or

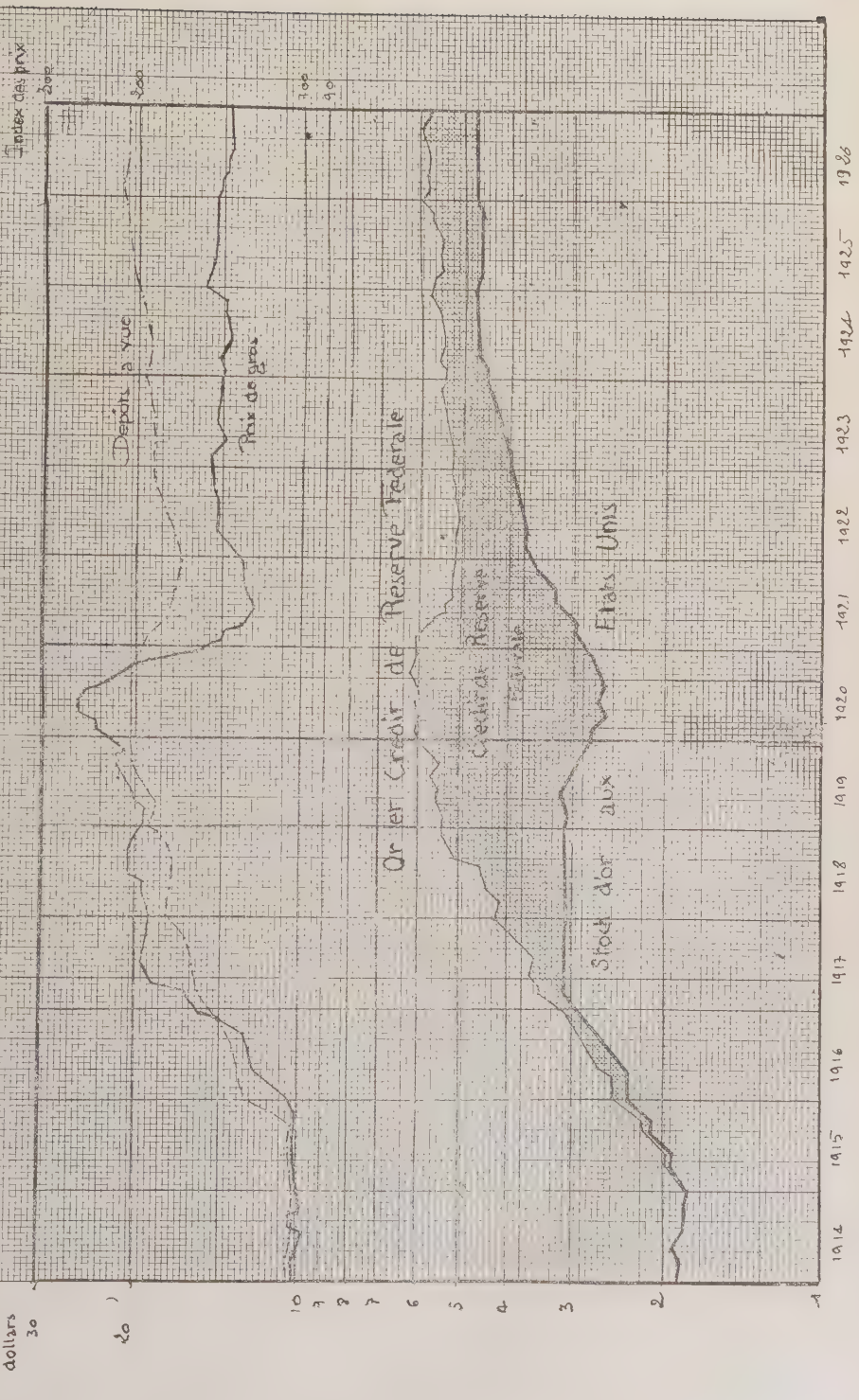
L'importation de l'or commença en 1921. Pour cette année, les Etats-Unis reçurent \$ 650.000.000 d'or. Cette augmentation du stock monétaire ne fut pas accompagnée, comme cela se serait produit avant la guerre, d'une augmentation des dépôts. Au contraire, le chiffre des dépôts, comme l'indice des prix d'ailleurs, baissa considérablement. Il faut en chercher le motif dans ce fait que l'année 1921 fut la dernière année où fonctionna vraiment le régime anormal créé par la guerre. Jusqu'en 1920, on avait assisté à un accroissement constant des dépôts malgré un stock d'or stationnaire. En 1921, au contraire, la circulation d'or augmente, mais les dépôts baissent ; cela s'explique par l'action des crédits des Banques de Réserve qui, suivant l'expression de W. Randolph Burgess, ont servi de « tampon » entre les mouvements de l'or et des dépôts en banque. Leurs chiffres ont

(1) Cf. E. A. GOLDENWEISER, *op. cit.*, p. 95.

augmenté jusqu'en 1920 ; en 1921 avec le dénouement de la crise le montant de ses crédits a baissé considérablement.

A partir de 1922, au contraire, les importations d'or sont accompagnées d'un accroissement considérable du montant des dépôts. De janvier 1922 à janvier 1927, le total des importations d'or est de \$ 850.000.000. Pendant ce même temps, les dépôts à vue augmentent de \$ 5.000.000.000 et les dépôts à terme de \$ 8.000.000.000. Mais ainsi que nous l'avons déjà dit, les prix restent à peu près stationnaires ; l'indice des prix de gros passe seulement de 138 à 147 soit une hausse de 6 1/2 0/0. Ce chiffre détruit la légende ridicule d'après laquelle la concentration de l'or aux Etats-Unis dans la période d'après-guerre aurait été une cause d'élévation des prix à l'intérieur du pays d'abord et ensuite dans le monde entier. On serait donc amené à croire que l'accroissement des moyens de crédit, qui se produisit pendant cette période, fut en partie compensé par de nouvelles formes d'activité industrielle telles que la fabrication des automobiles, les affaires de constructions et les entreprises immobilières et en partie neutralisé par de très fortes résistances contre la hausse du prix des marchandises qui se manifestèrent tant à l'intérieur qu'à l'étranger et principalement en Europe où le crédit était, à cette époque, encore cher et les économies indispensables. On constate cependant, pendant cette période, une hausse assez sensible des salaires ; c'est là d'ailleurs un phénomène assez fréquent aux Etats-Unis que même dans une période de stabilisation de prix, les salaires aient tendance

Les mouvements de l'or ont pu être suivis sans action sur les variations du total des dépôts - Cela s'explique par l'action du Credit du Banque de Pérou



à monter. Néanmoins, quels qu'aient pu être les facteurs qui ont déterminé une augmentation des besoins monétaires, leur importance n'était pas telle qu'elle eût pu neutraliser la hausse des prix qui paraissait inévitable du fait de l'augmentation de la circulation d'or.

Politique des Banques

Il faut rechercher l'explication de ce fait dans la politique très habile suivie par le Federal Reserve Board. Dans son très remarquable ouvrage « The reserve banks and the money market » ouvrage auquel nous nous sommes souvent reporté (1), Mr W. Randolph Burgess distingue quatre points principaux sur lesquels ont porté cette politique.

1^o) *Résistance à une expansion secondaire*

Lorsqu'une member bank importe de l'or, elle l'envoie généralement à une Banque de Réserve qui en crédite son compte. Si la member bank n'est pas auparavant débitrice, elle pourra se servir des sommes dont elle est créditée comme réserve pour augmenter ses dépôts. C'est ce que l'on désigne sous le nom d'expansion primaire (primary expansion). Ce phénomène s'est produit principalement en 1922 où les dépôts des member banks ont augmenté de \$ 4.500.000.000 et en 1924 où ces mêmes dépôts se sont accrus de \$ 3.500.000.000 ; dans ces deux années en effet, il y a eu une forte importa-

(1) P. 240 et suiv.

tion d'or et les member banks avaient pour la plupart remboursé leurs comptes débiteurs.

L'or déposé par les member banks dans les coffres des Banques de Réserve accroît les réserves de ces dernières. Elles pourraient donc s'en servir pour augmenter leurs avances ou leur circulation de Reserve Notes entre 2 et 3 fois (proportions — de 35 et 40 0/0). C'est ce qui constituerait l'expansion secondaire (secondary expansion) que les Banques de Réserve ont cherché à éviter. Il est évidemment regrettable que le système rende une telle expansion possible mais ainsi que le fait remarquer fort justement Mr W. Randolph Burgess : « Le fait
« qu'une expansion secondaire soit matériellement possible est dû seulement à l'élasticité du Federal Reserve
« System prévu pour des cas d'urgence et non pour un
« usage de tous les jours ». Il est certain que si cette expansion s'était réalisée, le crédit consenti par les member banks aurait pu se trouver accru de \$ 10 ou 15.000.000.000 ce qui eût été très dangereux. Mais en fait, il n'y a pas eu d'expansion secondaire, les Banques de Réserve ont usé d'abord de leur influence personnelle et ensuite de cet instrument si efficace que la loi a mis entre leurs mains — le taux de l'escompte — pour éviter toute inflation. Sur ce point, leur politique a été entièrement couronnée de succès.

2^o) *Emploi de l'or comme monnaie*

Le moyen le plus simple pour supprimer toute expansion secondaire est évidemment de supprimer l'em-

ploi de l'or comme réserve une fois qu'il est entre les mains des Banques de Réserve ; le seul usage possible de cet or est alors de servir de monnaie. C'est ce qui explique que de 1922 à 1927, on ait mis en circulation pour \$ 1.100.000.000 de gold certificates de \$ 10 et 20. Pour que néanmoins, l'émission de ces « yellowback » ne se traduisit pas par une inflation monétaire, on ne les a mis en circulation qu'au fur et à mesure des demandes. Les Banques recevaient en paiement des Reserve Notes. et rendaient des gold certificates. Supposons que l'on mette en circulation pour \$ 100 de gold certificates : les réserves en or de la Banque vont baisser de \$ 100, mais comme précédemment, les engagements en Reserve Notes avaient aussi baissé de \$ 100, la baisse du taux de réserve n'est pas très considérable. Du fait d'ailleurs de la situation privilégiée des Banques américaines en matière de réserve or, cette baisse du taux ne présentait aucun danger. Cette opération de mise en circulation des golds certificates a été facilitée par ce fait que — des calculs l'ont prouvé — les Reserve Notes passent en moyenne 2 fois 1/2 par an entre les mains des Banques de Réserve.

L'exemple suivant montre bien le mécanisme de cette émission. Du 1^{er} juillet 1922 au 1^{er} août 1924, le montant de l'or et des « gold certificates » en circulation s'est accru de \$ 608.000.000 celui de l'argent et des « silver certificates » de \$ 125.000.000 celui des U. S. notes de \$ 10.000.000. Pendant le même temps, au contraire, la circulation de Reserve Notes a baissé de \$ 393.000.000 et celle de Reserve bank notes de \$ 62.000.000. Ce qui fait que le stock monétaire pendant cette période ne

s'est même pas accru de \$ 300.000.000. La part des Reserve Notes dans le total de la monnaie en circulation est tombée de 50 0/0 à 37 0/0 ; celle des « gold certificates » au contraire est montée de 13 0/0 à 20 0/0. Cela a eu, en outre, pour conséquence, de réduire la réserve des Banques de Réserve en or par rapport aux Reserves Notes tout en laissant inchangé le taux de leurs réserves par rapport à leurs engagements.

3°) *Opérations sur le marché libre et politique d'escompte*

Le problème que posait l'importation de l'or aux Etats-Unis se présentait sous deux points de vue parfaitement distincts. D'une part, les Américains n'avaient aucun besoin d'importer de l'or dont les nations européennes pouvaient avoir besoin, et d'autre part cet or, une fois arrivé, menaçait d'entraîner une inflation de crédits extrêmement préjudiciable. Pour éviter toute importation d'or, une politique de taux d'escompte bas et de facilités monétaires semblait devoir s'imposer, mais puisque malgré tout l'or entrait, pour restreindre l'expansion des crédits, des taux d'escompte élevés paraissaient nécessaires.

Dans cette alternative délicate, les opérations sur le marché libre (1) se sont prouvées extrêmement utiles. L'achat d'obligations sur le marché a contribué à rendre le marché monétaire moins serré, sans pourtant trop encourager l'expansion des crédits dans le pays, au moment où le recouvrement financier de l'Europe des pla-

(1) Cf. *infra*, p. 147 et suiv.

cements et des emprunts pouvaient être favorisés par des taux bas. C'est une politique de cet ordre que suivit le Board de 1924. De même, lorsqu'en mai 1927 les member banks, grâce au crédit des Banques de Réserve achetaient \$ 60.000.000 d'or à l'étranger, l'on craignait une baisse du « call money » (argent à vue). Aussi, le Board fit-il vendre sur le marché pour un montant équivalent d'obligations du gouvernement. Quelque temps après il réalisa une opération du même ordre, mais en sens contraire.

Ce procédé d'ailleurs, tout comme les précédents, n'est au fond qu'un palliatif. Le seul moyen qu'aient les Etats-Unis de parer ce danger d'excédent de crédits est de se débarrasser de leurs excédents. C'est ce qu'a bien compris le Board lorsqu'il a fait son possible pour aider à rétablir le « gold standard » à l'étranger. C'est là le quatrième point de sa politique.

4^o) *Aide portée aux gouvernements étrangers pour le rétablissement du gold standard (1)*

La section 14 de l'Acte de Réserve Fédérale qui autorise les banques à réaliser des achats et ventes de transferts télégraphiques, acceptations, lettres de change, etc., leur permet aussi de réaliser des opérations avec les banques d'émissions étrangères et, en particulier, d'avoir pour le compte de celles-ci des sommes en dépôts placées en acceptations ou obligations du gouvernement. Cette dernière catégorie d'opérations se fait uniquement par

(1) Cf. W. RANDOLPH BURGESS, *op. cit.*, p. 265 et suiv.

l'intermédiaire de la Banque de Réserve de New-York mais pour le compte des 12 Banques et sous le contrôle du Board et du « Comité de placement sur le marché « libre » (1) dont nous aurons à parler plus loin.

Dès 1924 le Board prêta son concours à la réalisation du plan Dawes. A partir du 28 avril 1923, les exportations d'or furent autorisées sans conditions. La Banque d'Angleterre en profita aussitôt pour demander aux Banques de Réserve un crédit de \$ 200.000.000 en or avec la possibilité pour elle de retirer ces sommes quand elle le voudrait ; dans la pratique d'ailleurs, elle n'eut pas à faire usage de ce crédit. Au même moment, le gouvernement anglais emprunta \$ 100.000.000 à des banques privées, le 12^e Rapport Annuel du Board (année 1925) s'explique ainsi sur les considérations qui ont poussé le Board à consentir à ces avances. « Le Board agit dans la « conviction que le rétablissement du gold standard « serait un facteur important du rétablissement de la « stabilité monétaire à travers le monde et que les con- « ditions du commerce et du crédit dans ce pays béné- « ficieraient grandement de cette stabilité accrue ». Le rapport ne parle pas de l'intérêt qu'avaient les Etats-Unis de se débarrasser d'une part de leur excédent d'or : il semble bien néanmoins que ce motif n'ait pas été étranger à la politique particulièrement libérale du Board en faveur des banques d'émission étrangères.

En octobre 1926, ce fut au tour de la Banque de Belgique de demander du crédit ; on consentit à lui accorder un prêt international de \$ 100.000.000. En outre, des

(1) Cf. *infra*, p. 85.

arrangements furent conclus avec divers instituts d'émission auquel les Banques de Réserve qui avancèrent \$ 10 millions

Les Banques, d'ailleurs avaient à leur disposition d'autres procédés pour absorber leurs excédents d'or. O. M. W. Sprague en cite quelques-uns « appeler la partie non « libérée du capital des Banques de Réserve ; allonger « les délais pour créditer les member banks du papier « encaissé pour leur compte par les Banques de Réserve ; « désigner d'autres villes comme villes de réserve ; changer les méthodes de calcul du total des dépôts chez les « member banks, de façon à faire apparaître comme « dépôts à vue les dépôts à terme qui n'ont que de nom « le caractère de placements à longues échéance ; transférer les dépôts aux Banques de Réserve ; racheter les « \$ 650.000.000 de national bank notes en circulation « grâce à une émission de bons du Trésor ; retirer de la « circulation les « United States notes » et les « silver « certificates » (1). Aucun de ces procédés n'a reçu d'application pratique.

L'or et les crédits

Il nous reste à voir maintenant quelle a été l'action de ces importations d'or sur le total des crédits consentis par les Banques de Réserve. En 1921, l'or importé est surtout employé par les banques adhérentes à rembourser les avances que leur ont consenties les Banques de Réserve. Au 5 novembre 1920 au 26 juillet 1922, les

(1) Cf. O. M. W. SPRAGUE, *Price Stabilization* (*The American Economic Review*, supplément, mars 1928, p. 63).

escomptes des Banques de Réserve baissent de \$ 2 milliards 400 millions alors que leurs réserves d'or augmentent de \$ 1.000.000.000 et que la circulation de Reserve Notes diminue de \$ 1.200.000.000. En 1922 et 1923, au contraire, les member banks ont remboursé leurs avances ; l'or qu'elles reçoivent leur sert à donner du crédit à leurs clients sans être obligées d'emprunter aux Banques de Réserve. Entre juillet 1922 et la fin de 1924 les prêts et placements (loans and investments) des member banks augmentent de \$ 5.000.000.000 alors que l'actif productif (earning assets) des Banques reste inchangé.

A partir du début de 1924 se produisit un ralentissement des affaires ; on retira de la circulation \$ 286.000.000 de Reserve Notes. Cette somme ajoutée au total de \$ 200.000.000 d'or importé correspond bien à la réduction de lieu \$ 400.000.000 de l'actif productif qui eut lieu en ce moment. E. A. Goldenweiser dans son livre « Federal Reserve System in operation » (P. 6) s'exprime en ces termes sur le rôle des importations d'or : « Ainsi entre 1922 et 1924 tout comme en 1915, l'augmentation du crédit des member banks fut basé sur l'usage de l'or importé bien plus que sur l'accroissement des avances des Banques de Réserve. En fait, en 1924, un relâchement de l'activité productrice et par conséquent une diminution de la demande d'argent coïncidant avec des importations continuelles d'or étranger permirent au volume du crédit des Banques de Réserve en usage d'atteindre le chiffre le plus bas depuis 1917. »

A partir de 1924 d'ailleurs, les importations d'or se ralentirent ; les Indes, qui songeaient à abandonner le

système du monométallisme argent, importèrent de l'or en grandes quantités ; en outre, le taux de l'argent particulièrement bas à New-York décourageait un peu les importateurs. En décembre \$ 110.000.000 d'or furent exportés en Allemagne. En 1925, on constata pour la première fois depuis quelques années un léger excédent d'exportation. En 1926, le montant net des importations d'or fut seulement de \$ 100.000.000 ; en 1927, le déficit fut supérieur à \$ 100.000.000, et en 1928, ce mouvement d'exportations se poursuivit. A ces exportations d'or, dont le montant en 1928 atteignit \$ 241 millions (1) correspondit d'ailleurs un accroissement équivalent des avances des Banques de Réserve. « Des re-
« traits d'or sur une grande échelle et un accroissement
« continu des crédits des banques se traduisirent par
« une demande accrue du crédit des Banques de Ré-
« serve (2) ». Depuis cette époque une reprise des entrées d'or s'est produite et les Etats-Unis ont recouvré la plus grande partie du métal exporté.

Possibilités actuelles d'expansion des crédits

Il ne faudrait pas croire cependant que les Banques de Réserve puissent à leur gré, disposer de cet énorme stock

(1) Or (total du Trésor et des Banques de Réserve Fédérale) :

1924.	\$ 4.090.000.000
1925.	\$ 3.985.000.000
1926.	\$ 4.083.000.000
1927.	\$ 3.977.000.000
1928.	\$ 3.746.000.000

15° A. R. of the Federal Reserve Board, 1928.

(2) 15° Annual Report of the Federal Reserve Board, 1928.

d'or. Lorsque, en effet, l'agent de Réserve Fédérale remet des billets à la Banque qui les lui demande, il exige une garantie de cent pour cent de leur valeur en papier éligible ou en or. Les Banques en réalité, n'ont presque jamais assez de papier à leur disposition pour, en plus de la garantie de 40 0/0 en or, gager l'intégralité de la circulation monétaire. C'est pourquoi une part importante de la circulation des « Federal Reserve Notes » est garantie intégralement par de l'or et représente en fait des certificats or.

Voici d'ailleurs, d'après Mr. W. Randolph Burgess, le calcul des excédents d'or aux Etats-Unis, à la date du 21 novembre 1928 (1).

*Calcul de l'excédent d'or des Banques de Réserve Fédérales
le 21 Novembre 1928 (en milliers de dollars)*

Total des réserves de monnaie (or et monnaie légale). . .	2.800.089
Federal Reserve Notes émises par l'intermédiaire des Ban- ques de Réserve.	2.106.530
Papier éligible servant de ga- rantie	1.250.537
Or en garantie de la circulation des billets	855.993
« Gold Redemption Fund »	

(1) Cf. *The Review of Economic Statistic*, février 1929 (*The money market in 1928*, p. 22).

(Egal à 5 0/0 des billets garantis par du papier éligible)	62.527
Total de l'or nécessaire pour garantir les billets (ce chiffre est supérieur au 40 0/0 des 1.716.635 des billets en circulation réelle, soit 686.654) .	918.520
Or et monnaie légale en garantie des dépôts (soit 35 0/0 d'un total de dépôts de 2.377.965).	932.288
Total de l'or et de la monnaie légale en garantie des billets et des dépôts	1.750.808
Excès de l'or sur les besoins (Or libre)	1.049.281

Nous voyons d'après ce calcul que l'or nécessaire pour gager la circulation des billets, est supérieur de près de \$ 250.000.000 au chiffre que donnerait le calcul strict des 40 0/0 des billets en circulation effective.

Sans doute \$ 1.000.000 de « Gold Certificates » en circulation forment-ils une réserve en puissance d'or. Il fait bien considérer cependant, que pour retirer ces certificats de la circulation il faudrait pouvoir les remplacer par des « Federal Reserve Notes » ; une telle opération ne pourrait s'effectuer qu'avec un accroissement des emprunts des member banks qui fourniraient du papier

susceptible d'assurer des garanties. Il en résulterait forcément des troubles sur le marché et une hausse du taux de l'intérêt : « de l'or qui ne serait libéré que dans « ces conditions ne peut être vraiment appelé or libre » (1).

Si l'on ne saurait enfin mettre en doute l'efficacité de cette politique de stérilisation de l'or en ce qui concerne la stabilisation des prix, il faut cependant reconnaître, que les Banques de Réserve, n'ont pu empêcher à la suite des importations d'or un certain gonflement des crédits. Dans la mesure en effet, où les member banks, n'ont pas employé les crédits dont ils ont bénéficié à rembourser leurs comptes débiteurs, ces importations de métal ont servi de réserve et permis d'augmenter dans une proportion beaucoup plus grande le montant de leurs engagements. C'est ainsi que, de juin 1922 à juin 1927, alors que le stock d'or s'accroissait de \$ 800.000.000, le total des prêts et placements des member banks augmentait de \$ 8.000.000.000 environ, soit 10 fois ce chiffre. En tenant compte des banques non affiliées, ces importations d'or ont donc permis une inflation de crédit d'environ de 17.1/2 fois leur montant (2). D'après Mr. Aftalion, le montant des dépôts en banque aux Etats-Unis, a passé de \$ 36.000.000.000 au 30 juin 1921 à \$ 53.000.000.000 à la fin de 1927. Dans cette période, il s'est donc bien produit une forte « multiplication des cré-

(1) W. RANDOLPH BURGESS, *The money Market in 1928* (*The Review of Economic Statistic*, février 1929, p. 23).

(2) Cf. GEORGES E. ROBERTS, *Spéculation Gold and Bank Policy* (*The Review of economic statistic*, novembre 1929).

« dits. Il y a eu donc en réalité de leur part, non pas stabilisation, mais plutôt multiplication de l'or moindre de « ce qu'elle aurait pu être, multiplication modérée de « l'or » (1).

Cette politique monétaire des Banques américaines a revêtu une importance particulière en raison même du fait que les Etats-Unis, dans la période qui nous intéresse, ont été une des rares nations à conserver un étalon or stable. Les efforts des Banques de Réserve pour éviter l'inflation qu'aurait pu déterminer ces importations d'or, ont empêché, par contre-coup, le monde entier de connaître un mouvement de hausse des prix et des troubles monétaires. Il ne semble pas cependant que, à l'avenir, la politique monétaire des Etats-Unis doive conserver « cette importance première en ce qui concerne la valeur de l'or » (2). D'autres nations aujourd'hui, conservent une monnaie-or parfaitement saine, et peuvent prétendre dans ce domaine à une situation aussi forte. Les réserves d'or américaines, néanmoins, laissent à ce pays toute sécurité.

Le stock d'or aux Etats-Unis est aujourd'hui de \$ 4.000.000.000 sur un total de \$ 10.000 000.000 en circulation à travers le monde ; la part des Etats-Unis est donc très considérable. Elle pourrait même permettre une énorme inflation ; il ne semble pas cependant que les Etats-Unis courent un danger de cet ordre. La politique

(1) AFTALION, *L'or et les prix aux Etats-Unis* (Information, 4 avril 1930).

(2) GUSTAV CASSEL, *Post war monetary stabilization* (Columbia University Press, New-York, 1928, p. 73).

très prudente des Banques de Réserve Fédérale est un gage certain de stabilité monétaire ; en outre, le Board est loin d'avoir épuisé tous les moyens à sa disposition pour éviter une inflation possible. Il ne paraît donc pas vraisemblable que les Etats-Unis veuillent se débarrasser de leurs excédents d'or. Ils ont encore trop présent à l'esprit l'expérience de la fin du siècle dernier, lorsque le manque de disponibilités monétaires se traduisait périodiquement par des crises dont la violence menaçait chaque fois d'entraver le magnifique essor de la nation pour désirer beaucoup l'exode de leur or vers des pays qui cependant en ont un plus grand besoin qu'eux. Il ne faut pas oublier que le mouvement d'exportation d'or qui s'est produit après 1927 était en un sens un peu arbitraire, car d'une part, il correspondait à des rapatriements de capitaux que seulement des circonstances exceptionnelles avaient amenés sur le marché de New-York et d'autre part, il représentait un mouvement de placements américains en Europe qui ne s'est pas poursuivi bien longtemps. Un accroissement continu du stock d'or aux Etats-Unis au cours des années à venir est donc à prévoir.

Aussi cette politique des Banques de Réserves qui s'est si nettement manifestée entre 1920 et 1925 peut-elle se poursuivre quelques années encore. Elle ne représente en réalité qu'une série de mesures particulières portant sur un point déterminé dans l'ensemble des efforts indépendants mais cohérents qui forment la politique bancaire du système. Nous avons vu dans ce chapitre que, étant donné l'introduction d'un élément mo-

nétaire nouveau, le Board a fait son possible pour réduire les éléments monétaires déjà existants de telle sorte que le total de la circulation monétaire et, par contre-coup, du crédit ne soit pas modifié par l'arrivée de cette monnaie superflue.

Nous verrons plus loin comment le Board put par son action sur le marché monétaire faire varier le montant des crédits disponibles pour, d'une part, éviter les variations trop brusques du taux de l'argent et d'autre part proportionner le total des crédits aux besoins de la production.

CHAPITRE IV

Les opérations commerciales des Banques de Réserve Les opérations d'escompte.— Les acceptations Les opérations sur le Marché libre

Les opérations commerciales que peuvent effectuer les Banques de Réserve peuvent se classer en deux grandes catégories : d'une part, les opérations d'escompte aux member banks et d'autre part les opérations sur le marché libre comme les achats et ventes d'acceptations et d'obligations du gouvernement.

L'escompte

La section 13 de l'Act de Reserve Federale autorise les Banques de Réserve à escompter des billets à ordre, traites et lettres de change issus de transaction commerciales réelles « mais une telle définition ne doit pas com-
« prendre les billets à ordre, traites et lettres de change
« couvrant seulement des placements ou émis et tirés
« dans le but de faire le transfert ou le commerce d'ac-
« tions, obligations ou autres valeurs à l'exception des
« obligations et des bons du gouvernement des Etats-
« Unis ». Elle pose en outre quelques autres conditions qui ne diffèrent pas sensiblement de celles auquel est soumis le réescompte par les banques d'émission euro-

péennes. L'échéance maxima par exemple est de 90 jours. Les Banques cependant ont été autorisées par un amendement à l'Act d'accepter du papier agricole à neuf mois.

Un autre amendement du 7 septembre 1916 a permis aux member banks d'emprunter aux Banques de Réserve par des billets à moins de quinze jours garantis par du papier éligible ou par des obligations du gouvernement. Ce genre de prêts a subi un énorme développement pendant la guerre et tout de suite après ; il présente l'avantage en effet, tout en assurant une grande sécurité à la Banque de Réserve de permettre des prêts à courte échéance et aussi d'un point de vue comptable d'éviter des écritures compliquées après des transactions sur un grand nombre de billets à ordre de faible montant nominal. Ce genre d'avances en outre, était très volontiers renouvelé par les Banques à la fin des quinze jours, c'est ce qui explique que, en 1919, sur le montant total d'escompte de \$ 79.000.000.000 par les Banques de Réserve \$ 72.000.000.000 étaient représentés par des billets ainsi garantis.

Les Banques de Réserve pour effectuer leurs opérations d'escompte, se servent de l'argent dont elles disposent. Cet argent ne vient que pour une faible part du capital initial et des réserves comptables (*surplus*). Pour les douze Banques le capital n'est que de \$ 100.000.000 environ et le chiffre des réserves comptables n'est pas sensiblement supérieur à deux fois ce total. Aussi, les Banques utilisent-elles les réserves que la loi oblige les member banks à déposer en compte chez elles. Le chiffre

de ces réserves en dépôt était le 27 août 1924 dix-neuf fois plus élevé que celui du capital des Banques (1).

Il existe dans chaque Banque de Réserve un « Comité d'escompte » (*loan committee*) qui sert à examiner le papier présenté à l'escompte. Il est composé de quelques-uns des principaux employés ; son rôle est double, il doit d'abord vérifier si d'après les lois et les règlements du Board, le papier est éligible. S'il remplit cette condition, il doit rechercher en outre si la Banque peut l'accepter, c'est-à-dire si les gens qui ont apposé leur signature sur le papier ont un crédit suffisant.

Les acceptations

Il est une espèce de papier dont l'origine ne remonte sur le marché américain qu'à l'établissement du système de Réserve Fédérale ; c'est la catégorie des acceptations (2) et particulièrement des acceptations bancaires (*Banker acceptances* ou *Banker's bills* ou *bills*). Avant la guerre, on en faisait un usage très restreint aux Etats-Unis. La tradition voulait en effet que, de crainte des variations possibles du cours du dollar, les règlements se fissent le plus tôt possible, c'est-à-dire à l'aide de billets à ordre et non par traites. Comme la présence de deux signatures sur acceptation permettait de supposer que le banquier n'ayant pas eu confiance dans le crédit du tireur avait exigé une garantie supplémentaire, ce genre de papier ne jouissait pas d'une bonne réputation. Enfin,

(1) Cf. E. A. GOLDENWEISER, *Federal Reserve System in operation*, p. 20.

(2) Cf. W. RANDOLPH BURGESS, *op. cit.*, p. 126 et suiv.

bien que les acceptations fussent d'un emploi constant dans le domaine international, elles ne pénétraient guère aux Etats-Unis, tout autant parce que le commerce américain n'avait pas pris le développement auquel il devait atteindre par la suite que parce que la place de Londres du fait d'une vieille tradition bancaire et d'une grande expérience commerciale en monopolisait presque le commerce.

Le développement de l'emploi des acceptations

L'Acte de Réserve Fédérale dans sa section 14, donne l'autorisation aux banques d'acheter ou de vendre des acceptations. Par des circulaires du 16 novembre 1914 et du 2 avril 1915, le Board désirant favoriser le développement de leur commerce prépara la mise en vigueur de certains privilèges et de taux préférentiels. De ce fait, dès le début, le taux des acceptations fut inférieur à celui du papier commercial. Pendant les premières années, on craignit même un trop rapide développement des acceptations bancaires et on ne les accepta que dans le commerce international. Pour favoriser l'essor du marché les Banques de Réserve et particulièrement celles de New-York se sont toujours tenues prêtes à acheter tout le papier qu'on leur proposerait. Cela a permis aux « bill brokers » et aux banques spécialisées de fonctionner avec un capital relativement très réduit ; aussi le marché des acceptations s'est-il développé très vite. Le tableau ci-dessous donne le total des portefeuilles d'acceptations des 12 Banques de Réserve au 31 décembre de chaque année.

1916	\$ 250.000.000
1917	\$ 450.000.000
1918	\$ 750.000.000
1919	\$ 1.000.000.000
1920	\$ 1.000.000.000
1921	\$ 600.000.000
1922	\$ 600.000.000
1923	\$ 650.000.000
1924	\$ 820.000.000
1925	\$ 770.000.000
1926	\$ 750.000.000
1927	\$ 1.080.000.000
1928	\$ 1.284.000.000

A titre de comparaison, à la fin de décembre 1926, le montant total du papier commercial en portefeuille était seulement de \$ 525.000.000 c'est-à-dire un chiffre nettement inférieur à celui des acceptations. On constate ainsi, qu'il est normal d'ailleurs, que le plus souvent le papier commercial tend à financer le commerce et l'industrie nationale alors que le marché des acceptations correspond plutôt au commerce international des matières premières et des produits alimentaires. Il s'applique principalement au commerce des produits qui forment le fond des importations américaines : sucre, soie, café, et aussi au commerce du coton qui, lui, est un commerce d'exportation.

La hausse assez rapide des portefeuilles d'acceptations, à la fin de l'année 1927 et en 1928, s'explique non seulement par un développement du commerce international

mais parce que en novembre 1927, le Board a donné des acceptations une définition beaucoup plus large que précédemment (1), qui en a facilité l'emploi.

Le taux des achats d'acceptations et celui des bons du Trésor est souvent le même ; cependant en moyenne, le taux des bons a tendance à être un peu plus bas ; tout au contraire, le taux d'escompte du papier commercial est très sensiblement supérieur et est généralement 1 0/0 plus élevé. Le marché des acceptations est presque entièrement entre les mains des Banques et de spécialistes appelés « bill dealers ». La contre-partie est fournie par les Banques de Réserve qui peuvent, soit accepter le papier à l'escompte, soit l'acheter ou le vendre sur le marché libre. En fait, il n'y a pas de différence de nature entre ces deux catégories d'opérations.

C'est aux particuliers et non aux Banques qu'appartient l'initiative des transactions sur les acceptations ; le taux d'achat est connu et à ce taux les Banques s'engagent toujours à acheter. Les achats d'acceptations cependant, au contraire des opérations de réescompte, se négocient presque uniquement à New-York. Sitôt achetées les acceptations sont réparties par l'« Open market comittee » entre les douze Banques de Réserve suivant des propor-

(1) Voici cette définition : « Les acceptations doivent être considérées « comme naissant des transactions comprenant les importations et les « exportations de marchandises, quand elles sont tirées dans le but de « financer la vente et la distribution..... de marchandises importées ou « exportées..... que la lettre de change ait été acceptée ou ne l'ait pas « été après que l'opération matérielle de l'importation ou de l'exporta- « tion ait été effectuée » (15^e Annual Report of the Federal Reserve Board 1928).

tions déterminées ; une part, en outre, est réservée à l'exécution des ordres des banques étrangères (1).

Une catégorie spéciale d'opérations est très en usage sur le marché des acceptations et permet aux banquiers et « dealers » de se procurer de l'argent pour quelques jours ; ce sont les ventes sous conditions de rachat (sale contract). Par ce procédé, les « dealers » et les brokers vendent leur papier aux Banques de Réserve en s'engageant à le racheter dans les quinze jours. C'est grâce à ce système que les banques non adhérentes ont la possibilité de se procurer directement du crédit auprès des Banques de Réserve. L'origine en est la suivante : comme la guerre avançait et que les Bons et Obligations du Trésor s'accumulaient dans les coffres des banques, les Banques de Réserve s'engagèrent à les acheter provisoirement toutes les fois que le marché se trouverait saturé ou que le taux de l'argent monterait (2). Ces opérations sur le marché des acceptations présentent une très grande sécurité ; les « dealers » ont toujours la ressource de réescompter leur papier ; aussi, leur crédit est-il assez solide pour qu'ils puissent obtenir de l'argent à vue à un taux inférieur de 1/2 à 1/40/0 à celui du marché.

Les opérations sur le marché libre

Le commerce des acceptations se trouve ainsi représenter une part notable des opérations des Banques de

(1) Cf. JEAN FILIPPI, *La Stabilisation des prix. L'expérience des Etats-Unis* (Sirey, Paris, 1929, p. 61).

(2) Cf. W. RANDOLPH BURGESS, *op. cit.*, p. 108.

Réserve sur le marché libre. La section 14 de l'Acte de Réserve Fédérale qui autorise les Banques à réaliser de telles opérations spécifie en ces termes les différentes catégories de papier et de valeur qu'elles ont le pouvoir d'acheter et de vendre :

« Les transferts télégraphiques, les acceptations bancaires et les effets de commerce issus de transactions commerciales et remplissant certaines conditions d'échéance ».

« Les obligations et les billets du Gouvernement des Etats-Unis ».

« Les acceptations, billets, bons et « warrants » des Etats, villes ou autres subdivisions politiques des Etats-Unis » (avec des échéances à moins de six mois de la date d'achat).

« Les acceptations, billets (debentures) de la Federal Intermediate Credit Bank et de la National Agricultural Credit Corporation ; les bons de crédit agricole ».

Elles peuvent en outre, comme tous les instituts d'émission, faire le commerce de l'or et de l'argent.

Les opérations sur les titres et papiers des Etats et des villes américaines de la Banque de Crédit Agricole et de la « Federal Intermediate Credit Bank » enfin sur les bons de Crédit Agricole n'occupent qu'une place très limitée dans l'ensemble des opérations sur le marché libre des Banques de Réserve. Il n'en est pas de même des opérations sur les acceptations et sur les bons du Trésor et rentes du Gouvernement américain qui ont exercé une

influence considérable sur toutes les variations du marché de la monnaie.

Les opérations sur les valeurs de l'Etat portent sur les rentes du Gouvernement et sur les bons du Trésor. Les Banques de Réserve en effet n'ont le pouvoir d'acheter ni valeurs industrielles, ni fonds d'états étrangers pas plus que des obligations à long terme d'Etats ou de municipalités.

On a fait beaucoup usage des « certificats spéciaux du Trésor à un jour » (1) (*one day special Treasury certificates of indebtness*) particulièrement au moment des rentrées d'impôts trimestriels. Ces certificats sont renouvelés tous les jours et leur montant est progressivement diminué au fur et à mesure que les conditions du marché deviennent meilleures. Les « Pittman certificates » dont nous avons parlé plus haut (2), ont été aussi dans la période d'après-guerre l'objet d'importantes transactions.

Le Comité de placement sur le marché libre

Au début du fonctionnement du système, les opérations sur le marché libre étaient effectuées sur les douze Banques à leur fantaisie. En fait, la plupart des transactions étaient réalisées sur le marché de New-York où s'effectue la presque totalité des opérations sur les valeurs mobilières aux Etats-Unis. On assistait parfois à ce curieux spectacle de voir deux Banques de Réserve se trouver en concurrence sur le marché et ainsi contrarier

(1) Cf. E. A. GOLDENWEISER, *op. cit.*, p. 58.

(2) Cf. *supra*, p. 51.

réciroquement leurs opérations. Aussi, les gouverneurs dans leur réunion annuelle du printemps 1922, nommèrent-ils un comité qui se chargerait d'exécuter les opérations d'achat et de vente sur le marché libre pour le compte des différentes banques. Celles-ci néanmoins garderaient le contrôle des transactions purement locales. Ce comité était composé des gouverneurs des Banques de Boston, New-York, Chicago, Philadelphie, auxquels se joignit plus tard celui de la Banque de Cleveland. Sa création fut approuvée par le « Federal advisory council » de septembre 1922. En octobre de cette même année, les gouverneurs demandèrent que le comité fit de temps à autre des recommandations concernant la politique d'achat et de vente des Banques sur le marché libre. De ce fait, cet organisme perdait son caractère purement passif et il lui était permis de donner un caractère défini à sa politique. Au printemps de l'année 1923 le Board créa un « Comité des opérations de placement sur le marché libre » (open market investment committee) qui n'était autre que l'ancien comité avec un titre nouveau. Enfin, ce mouvement de concentration des opérations sur le marché libre arriva à son terme lorsqu'à l'automne suivant avec l'approbation des conseils d'administration des douze Banques, le Board créa un compte « Opérations de placement sur le marché libre » (System open market investment account) dont le solde représentait le total des titres et des effets en portefeuille. Le produit de ce compte serait réparti entre les douze Banques, en tenant compte de leur importance et aussi du montant des autres éléments de leur actif col-

lectif. Ce système fonctionne aujourd'hui encore sans changement. La plupart des opérations ont été effectuées par la Banque de New-York dont le gouverneur est chairman du comité. C'est ce comité qui s'est également occupé des différents accords signés avec les banques étrangères et des émissions d'emprunt qui en ont été la conséquence.

Relations des Banques avec le marché monétaire

C'est grâce à ces opérations sur le marché libre et au réescompte que les Banques de Réserve se trouvent en relations avec le marché de la monnaie ; elles n'ont d'ailleurs pas de contact direct avec lui. Ce sont les member banks qui leur vendent des acceptations ou des titres du Gouvernement, leur demandent des avances en donnant en garantie du papier commercial ou des rentes sur l'Etat, leur réescomptent des acceptations ou du papier commercial. Elles se trouvent aussi en relations avec les banques non adhérentes pour des opérations de vente et d'achat de valeurs ou d'acceptations.

En 1925, le montant moyen du portefeuille d'acceptations et de valeurs de la Banque de Réserve de New-York (1) fut le \$ 287.000.000 par jour, le montant total des achats fut de \$ 19.900.000.000. Etant donnés ces chiffres, il est facile d'en déduire que la durée des prêts et placements moyens fut de cinq jours seulement. On a calculé aussi que, en moyenne la Banque garde les valeurs cin-

(1) En tenant compte des prêts aux member banks.

quante jours en portefeuille, les acceptations quinze jours, et qu'elle consent ses escomptes et avances pour une période moyenne de trois jours. Ces différents chiffres montrent bien la grande liquidité de l'actif des Banques de Réserve et fait ressortir la supériorité du système actuel sur l'ancien puisque tout en permettant un emploi productif des réserves, il laisse néanmoins toute sécurité.

Le marché des fonds de Réserve Fédérale

Il existe des transactions qui intéressent tout spécialement les Banques de Réserve mais qui néanmoins sont réalisées en dehors de leur intervention ; ce sont les achats ou les ventes des fonds de Réserve Fédérale. Ce marché de fonds de Réserve Fédérale s'est tout particulièrement développé depuis quelques années. Une member bank qui a un excédent de dépôts à la Banque de Réserve, le vend à une autre member bank dont les réserves sont insuffisantes. Cela évite à cette dernière banque d'emprunter à la Banque de Réserve. Ces fonds ainsi vendus, représentent de l'argent payable le jour même à la Banque alors que normalement un chèque tiré sur cette dernière ne peut être encaissé que le lendemain matin après avoir passé par la Chambre de compensation. L'acheteur paie avec un chèque qui ne sera réglé que le lendemain. La transaction consiste donc en réalité à acheter de l'argent du jour avec celui du lendemain ; l'acheteur paie un jour d'intérêt. Cette opération rémunératrice pour le vendeur, permet généralement à l'acheteur de compléter ses réserves à un prix moins élevé que

s'il avait dû demander une avance à la Banque. Le procédé aide beaucoup à la fluidité du marché et contribue à éviter des changements trop brusques du taux de l'argent au comptant.

Il existe enfin des opérations auxquelles les Banques de Réserve sont complètement étrangères ; ce sont les prêts à court terme sur le marché des valeurs. Ce n'est pas d'ailleurs que ces opérations n'aient pas une influence considérable sur les conditions du marché ; il n'en est pas moins vrai que les Banques de Réserve ne peuvent agir directement au stock Exchange et que c'est là parfois une des causes de faiblesse de leur politique (1).

(1) Cf. *infra*, p. 189 et suiv.

CHAPITRE V

La politique des crédits. — L'escompte

A. Banking Policy

C'est au Federal Reserve Board qu'il appartient de diriger l'emploi des fonds de réserve. Son rôle essentiel est d'établir une juste mesure et d'éviter aussi bien un emploi abusif de ces fonds, qu'un excès de rigueur qui priverait l'activité productrice du pays des capitaux dont elle a besoin. Il s'agit d'ajuster le volume des crédits au volume des affaires ; trop de crédits conduit à l'inflation et à la hausse des prix, une politique inopportune de restriction monétaire au contraire, détermine trop souvent une période de baisse des prix et de ralentissement des affaires.

Le Board nous le savons est parvenu dans les premiers temps du fonctionnement du Système, à substituer une politique d'ensemble aux efforts isolés des Banques de Réserve. Contrôlant la plupart des opérations de ces Banques, la responsabilité du Board est d'autant plus lourde. La plus grande uniformité des conditions du marché aux Etats-Unis facilite d'ailleurs l'action des Banques sur le volume du crédit.

Parmi les procédés qui permettent aux Banques d'agir sur les conditions du marché bancaire, l'usage des variations du taux de l'escompte est le plus effectif.

Les variations du taux d'escompte

L'emploi de la hausse ou de la baisse du taux de l'escompte pour restreindre ou au contraire augmenter le crédit est d'un usage d'autant plus efficace, qu'ainsi que nous l'avons déjà vu les member banks sont doublement tenues, le cas échéant, à réescompter leur papier; d'abord pour se procurer de la monnaie, puis pour compléter leurs réserves.

Tout papier qui remplit les conditions légales a droit au réescompte des Banques de Réserve. Ces dernières sont tenues d'accepter les effets présentés par les member banks sans pouvoir imposer aux crédits qu'elles accordent un emploi particulier. Elles peuvent, il est vrai dans une assez large mesure, limiter la quantité de crédit consentie. Mais ce contrôle indirect reste sans emploi puisqu'elles ignorent le plus souvent l'usage que l'on fait de leurs avances. Une member bank n'emprunte pas à sa Banque de Réserve pour pouvoir accorder tel prêt particulier à tel de ses clients; elle emprunte lorsque sa comptabilité lui montre que ses réserves sont insuffisantes. Le papier même qu'on offre au réescompte des banques est généralement celui qui tombe à l'échéance la plus rapprochée: c'est dire qu'aucune règle ne préside à son choix, il est donc a priori difficile aux Banques de Réserve de diriger l'emploi que l'on fait de leur crédit; ce rôle revient aux member banks.

Limites de l'action des Banques

Ce principe qui, il y a peu de temps encore, semblait ne pouvoir être mis en doute, est aujourd'hui ouvertement discuté. En mars 1928, Roy A. Young, gouverneur du Board était appelé devant un comité du Sénat. « Pensez-vous que les prêts aux brokers soient trop élevés ? » lui demanda-t-on. « Je ne suis pas préparé à dire si les prêts aux brokers sont trop hauts ou trop bas répond-il. Je ne pense pas en outre qu'il appartienne au Système de Réserve Fédérale de dire si ces prêts sont trop considérables ou non » (1). Cette déclaration confirme en tous points la doctrine d'après laquelle les Banques de Réserve n'ont pas à s'inquiéter de l'emploi que l'on fait de leurs crédits. Elle était d'ailleurs contredite par une communication officielle du Secrétaire du Trésor qui, à peu près à la même époque, assurait que le montant de ces prêts n'était pas trop élevé. Par la suite, le Board envoya aux Banques de Réserve une lettre du 2 février 1929 dans laquelle entre autres choses il déclare ceci. « Le Board n'a pas d'autorité pour intervenir dans les opérations de prêts des member banks aussi longtemps que ces opérations ne peuvent pas engager les Banques de Réserve. Il engage cependant gravement sa responsabilité toutes les fois qu'il est évident que les member banks soutiennent des positions spéculatives sur les valeurs avec l'aide du crédit des Banques. Quand cela se produit,

(1) Cité par H. PARKER WILLIS dans *The North American Review*, mai 1929 : *The failure of the Federal Reserve*.

« les Banques de Réserve ont une part dans le produit
« total de crédit de spéculation sur les valeurs ou con-
« tribue à la soutenir. Cela n'est pas en harmonie avec
« l'esprit du Federal Reserve Act..... (1) ».

En outre, dans le Federal Reserve Bulletin, de mars 1929, on trouve la déclaration suivante « Le Board n'a
« ni le désir, ni d'ailleurs aucun pouvoir à sa disposition
« qui lui permette de se poser en arbitre des cours des
« valeurs et de la spéculation. Il lui appartient de s'as-
« surer cependant que l'activité des Banques de Réserve
« s'exerce de façon aussi effective que les conditions le
« permettent. Quand il découvre que des événements se
« produisent qui empêchent les Banques de Réserve
« d'accommoder les facilités de crédit du Système de fa-
« çon que les affaires et le commerce en tirent le plus de
« profit possible, il est de son devoir de s'en inquiéter et
« de prendre toutes les mesures qu'il jugera nécessaires ».

Il y a dans ces deux déclarations le germe de toute une théorie nouvelle : en cas de nécessité, le Board aurait le droit d'intervenir et de prendre toutes mesures qu'il jugerait utiles pour réduire la spéculation et redonner au crédit son emploi normal. L'application de ce principe ne manquerait pas de soulever quelques difficultés. Il est bien délicat en effet de découvrir à quel moment précis l'aide que les banques donnent aux spéculateurs est susceptible de nuire aux conditions du commerce et de l'industrie nationale. Il ne paraît pas beaucoup plus aisé de distinguer rigoureusement les avances faites par les

(1) Cité par le Federal Reserve Bulletin, février 1929.

banques adhérentes de celles effectuées par les banques non adhérentes. Enfin, en supposant même que le Board puisse se faire une opinion sur ces différents points quelles mesures, autres que celles dont il use déjà, prendrait-il pour obliger les member banks à faire un emploi raisonnable des crédits dont elles disposent ?

S'il apparaît donc difficile que les Banques de Réserve puissent aisément contrôler l'emploi que l'on fait de leurs fonds, elles ont au contraire la possibilité de limiter la quantité de crédit qu'elles accordent aux member banks. Il est en effet beaucoup plus raisonnable d'essayer d'obtenir de la bonne volonté des banques une mesure de restriction de crédit que l'on ne parviendrait pas nécessairement à imposer par une hausse du taux de l'escompte. Ce procédé peut être particulièrement utile pour empêcher chaque banque prise isolément de faire un usage abusif des facilités d'emprunt qu'on lui accorde.

Aux termes mêmes de l'Acte (Section 4) le Conseil d'administration de chaque Banque de Réserve doit :
« accorder à chaque member bank toutes escomptes,
« avances et facilités (*accommodations*) lorsqu'elle peut
« le faire raisonnablement et en toute sécurité en tenant
« compte des besoins et des exigences des autres member
« banks ». Les termes de ce texte ont une signification assez vague. Il appartenait à la pratique des Banques de Réserve de la préciser. « C'est un principe généralement
« reconnu que le crédit des Banques de Réserve ne doit
« pas être employé dans le but de réaliser des bénéfices
« et que le fait pour une banque de se trouver de façon
« permanente le débiteur d'une Banque de Réserve si

« les circonstances ne sont pas exceptionnelles est faire
« un emploi abusif des facilités qu'offre le Système.
« Lorsque des banques isolées se sont rendues coupables
« d'un tel abus, les autorités de Réserve Fédérale ont
« entrepris de discuter avec les dirigeants de ces ban-
« ques et de leur faire comprendre que l'équilibre de
« leurs réserves devait être rétabli en liquidant une par-
« tie de leurs prêts et de leur placement et non en em-
« pruntant à nouveau aux Banques de Réserve » (1).

« Banking policy »

Il s'est créé ainsi une politique particulière d'action sur les member banks. Elle a pu dans une certaine mesure empêcher un emploi excessif des crédits de Réserve Fédérale. On la désigne sous le nom de « Banking policy » par opposition à la « Credit policy » qui elle tend à diriger le crédit et non à le restreindre. Le plus souvent d'ailleurs, le montant des avances consenties aux member banks n'est pas de nature à inspirer l'inquiétude. Des 9.000 banques adhérentes, il n'y en a guère plus de 3.000 qui empruntent dans le mois ; en outre, elles remboursent les prêts à elles consentis en moyenne au bout de huit jours. Dans les grandes villes même, les avances ne sont accordées que pour vingt-quatre heures et sont si besoin est, renouvelées de jour en jour. Le chiffre des banques ayant des découverts est assez régulier mais a néanmoins tendance à augmenter pendant les mois de printemps et d'été.

(1) 15^e Annual Report of the Federal Reserve Board (1928).

Pour empêcher un emploi abusif de ces avances la Banque de Réserve de New-York emploie les méthodes suivantes (1) :

« 1^o Les diverses opérations de contrôle (2) effectuées
« par les autorités locales et nationales sont analysées
« de façon que le personnel des Banques de Réserve
« soit familiarisé avec les conditions et les méthodes
« d'opérations des diverses member banks ;

« 2^o On tient à jour une liste spéciale des banques
« dont la situation pour une raison ou pour une autre
« ne paraît pas satisfaisante et les prêts à ce groupe de
« banques sont examinés avec un soin particulier ;

« 3^o Lorsqu'une banque est de façon permanente
« débitrice de la Banque de Réserve, pour une période
« anormalement longue étant donnée la nature de ses
« opérations, on effectue sur son compte une enquête
« spéciale pour déterminer si le prêt est nécessaire ;

« 4^o Toute banque dont les emprunts dépassent le
« total de son capital et de ses réserves est automatique-
« ment inscrite sur une liste de banques à surveiller ».

(1) Cité par W. RANDOLPH BURGESS, *op. cit.*, p. 234.

(2) Voici le texte législatif qui organise ce contrôle : « Le superintendent devra demander à toutes les entreprises auxquelles ce texte s'applique, à tous les banquiers et agents de changes..... de lui faire des rapports périodiques de leur situation ainsi qu'il est prévu dans ce chapitre ; il devra en outre prescrire la forme et le contenu de ces rapports. En plus de ces rapports réguliers il pourra exiger de toute entreprise, banque ou agent de change de lui faire des rapports spéciaux à toute époque qu'il lui plaira de fixer... ». New-York Banking Law, art. II, paragraphe 42 (p. 29).

« Dans les trente jours du reçu de tels rapports..... Ce superintendent devra en publier un résumé dans un journal d'Albany » (capitale de l'Etat). New-York Banking Law, art. II, paragraphe 43 (p. 30).

Ces procédés se sont révélés à l'expérience extrêmement efficaces. Le nombre des member banks qui, sur l'ensemble du territoire ont eu, pendant plus d'un mois, un découvert représentant plus que leur capital et réserves réunis a été :

En décembre 1923 de 357.

En décembre 1924 de 179.

En décembre 1925 de 133.

En décembre 1926 de 113.

ce qui montre bien que de moins en moins, les banques cherchent à abuser des facilités de crédit qui leur sont faites. Pendant cette même période, le nombre maximum de banques empruntant dans ces conditions fut pendant le mois de septembre 1923, de 543, le nombre minimum fut de 111 en mars 1926.

Quelquefois d'ailleurs les Banques de Réserve refusent même du crédit à certains de leurs clients. Le cas en est rare. C'est ainsi qu'en 1919 la Banque de Dallas a refusé 7,7 0/0 de l'ensemble du papier qui lui a été présenté (1).

Cette politique est grandement facilitée par le préjugé traditionnel contre les emprunts qui existe aux Etats-Unis. Il date du temps où l'organisation du système bancaire américain était encore incertaine et où les banques ne prêtaient guère que sur leurs propres ressources. Le fait pour l'une d'elles de faire appel de façon permanente au crédit d'autres banques était évidemment considéré comme l'indice d'une situation mauvaise.

(1) Cf. WILLIS AND STEINER, *Federal Reserve Banking Practice*, p. 206.

Aujourd'hui encore, les dirigeants des Banques de Réserve font leur possible pour encourager ce sentiment traditionnel dont la persistance est bien souvent susceptible de faciliter leurs efforts.

« En usant de leur influence pour décourager les
« member banks de faire un emploi continu des facultés
« de prêts des Banques de Réserve, le personnel de ces
« dernières non seulement protège les ressources du
« système de Réserve Fédérale mais aussi aide les
« member banks à conserver leur capacité d'emprunter
« aux Banques de Réserve pour le cas où des circons-
« tances économiques défavorables dans leur rayon
« d'action et chez leurs clients rendraient un nouvel
« appel aux ressources de Réserve Fédérale non seule-
« ment justifié mais encore nécessaire » (1).

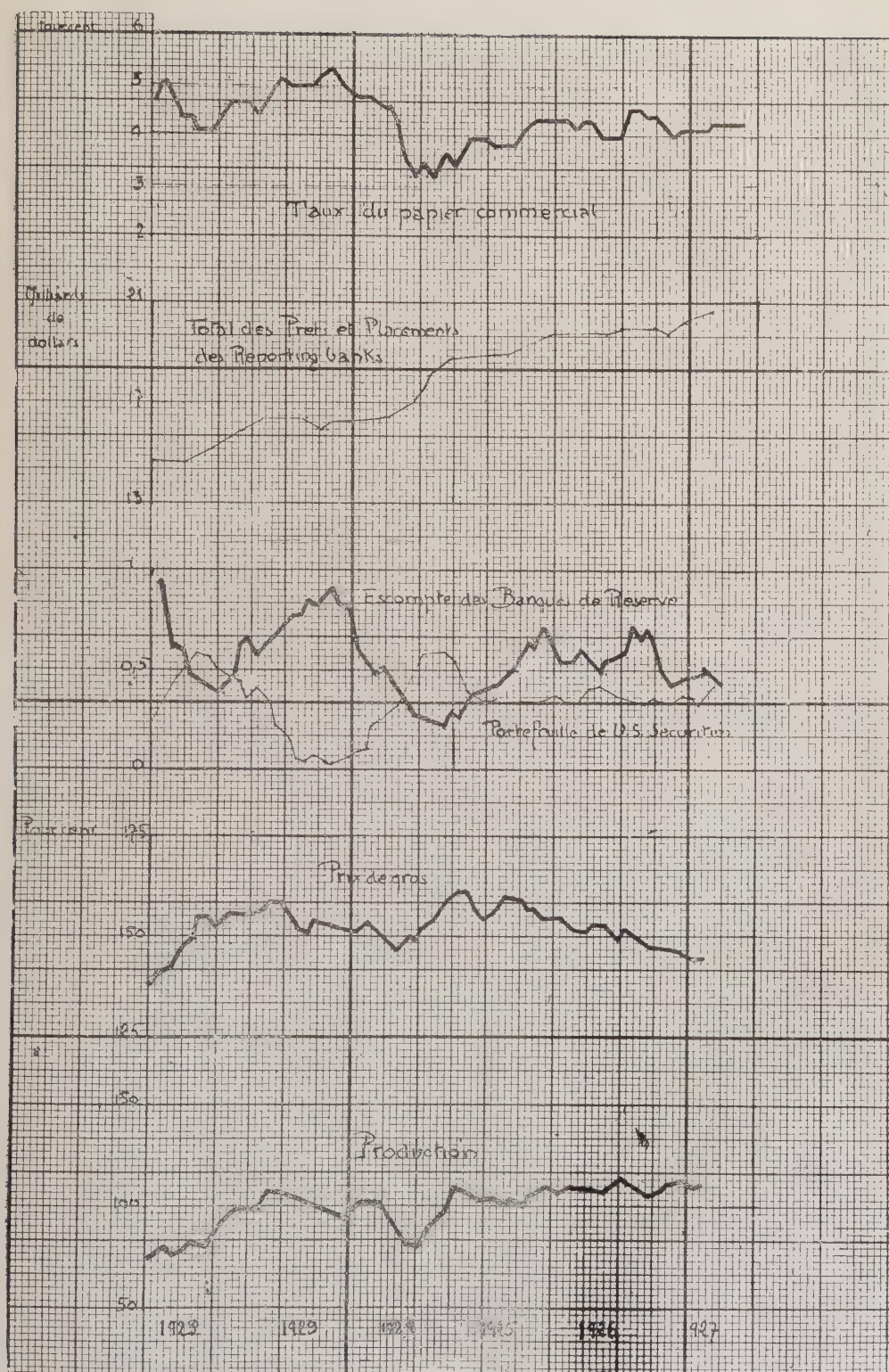
Cette politique de restriction des crédits donna d'ailleurs de bons résultats. Les conditions du marché tendent à la favoriser. Dans les centres financiers en effet la différence entre le taux d'escompte de la Banque et le taux que les member banks prennent à leurs clients est si faible qu'elle ne suffit qu'à peine à payer les frais. Les banques ne réescomptent donc qu'en cas de nécessité c'est-à-dire lorsque les demandes des clients dépassent leurs ressources. Dans les districts de la campagne, il n'en est pas de même. La différence du taux de la Banque et du taux du marché est beaucoup plus considérable ; elle atteint parfois 4 0/0 et traduit à la fois une prime à la rareté de la monnaie et une assurance contre le risque

(1) 13^e Annual Report of the Federal Reserve Board (1926), p. 5 et 4.

plus grand couru. Les member banks auraient théoriquement tout intérêt à emprunter aux Banques de Réserve pour prêter à leurs clients et toucher la différence des taux ; mais si ces banques accordaient des crédits trop considérables, le taux de l'argent ne tarderait pas à baisser et il arriverait très vite un moment où le gain possible ne suffirait pas à compenser le danger de perte (1). En période normale par conséquent, les banques adhérentes n'ont pratiquement pas d'intérêt à abuser du crédit des Banques de Réserve. C'est une des raisons pour lesquelles les member banks remboursent, ainsi que nous le verrons plus loin, leurs avances aux Banques de Réserve aussitôt qu'elles le peuvent.

Le graphique que nous reproduisons ci-contre exprime de façon très caractéristique le désir qu'ont les member banks de rembourser les Banques de Réserve aussitôt qu'elles le peuvent. Le remarquable parallélisme entre la courbe du taux du papier à quatre et six mois et celle du total des « bills » escomptés aux Banques de Réserve prouve en effet que lorsque les member banks sont débitrices de ces dernières (ce que traduit une augmentation du portefeuille des bills) elles vendent des titres et du papier sur le marché pour se libérer et ainsi l'argent devient plus cher. C'est pour cette raison que lorsque le portefeuille des Banques augmente, le taux de l'argent s'accroît en même temps.

(1) Cf. E. A. GOLDENWEISER, *op. cit.*, p. 49 et suiv.



Volume des opérations d'escompte et des transactions sur le marché libre.

10

11

12

13

14

15

16

Le procédé des taux progressifs

Il nous paraît bon enfin, d'exposer ici une tentative assez curieuse des Banques Fédérales à l'effet de réduire automatiquement toute expansion de crédit. Le vote du « Phelan Amendement » le 12 avril 1920 (1) permettait aux Banques d'établir un système de taux progressifs. A cette époque la politique bancaire du système n'était en aucune façon établie. On se demandait même si une hausse du taux des Banques exercerait une influence quelconque sur le marché ; « il reste encore à déterminer « les limites dans lesquelles on peut espérer que les « taux des Banques de Réserve Fédérales exerceront dans « le sens où l'on entend ce mot en Europe une action « effective » (2). L'emploi de ce système de taux progressif pour audacieux qu'il soit, ne devait donc surprendre personne.

Ces taux pouvaient être « gradués ou progressifs « sur la base des montants des avances et escomptes « accordés par la Banque de Réserve Fédérale à la banque « emprunteuse » (3). Ce procédé fut mis en vigueur dans les districts de Kansas City, Dallas, Saint-Louis et Atlanta. Pour chaque banque emprunteuse on établit une ligne « de base » (Basic line) égale au produit par 2,5 du total des placements de la banque adhérente à la Banque de Réserve et de 65 0/0 de la moyenne de ses

(1) Cf. HAROLD L. REED, *op. cit.*, p. 103.

(2) *Federal Reserve Bulletin*, octobre 1919.

(3) Cf. JOSEPH STAGG LAWRENCE, *Wall Street and Washington* (Princeton University press, Princeton 1929, p. 211).

réserves. Dans le district de Dallas cette ligne de base était calculée différemment « son montant était déterminé par le total du capital effectivement versé et des « réserves de la banque emprunteuse ».

Dans les quatre cas d'ailleurs, la progressivité des taux était la même. Tout emprunt dans les limites de la ligne de base payait 6 0/0. On ajoutait une surtaxe de 1/2 0/0 pour toute somme dépassant cette limite de moins de 25 0/0, une autre de 1 0/0 pour tout excédant compris entre 25 et 50 0/0, de 1 1/2 0/0 pour la part de cet excédent comprise entre 50 et 75 0/0, etc. A des règles aussi rigoureuses on permettait cependant une exception : le papier garanti par des obligations du gouvernement payait seulement le taux normal. A cette époque en effet, l'on essayait encore de favoriser le placement des emprunts de guerre.

Cette politique des taux progressifs ne donna pas tous les résultats que l'on pouvait espérer. La plupart des banques s'arrangèrent pour échapper à ces charges accrues : deux cent vingt-sept cependant dans les quatre districts furent dans l'obligation de dépasser leur ligne de base. Certaines se trouvèrent de ce fait très lourdement taxées, des taux de dix, vingt et jusqu'à 81 1/2 0/0 furent ainsi payés au-dessus du taux normal.

Les banques ainsi frappées, se plaignirent ; aussi le Phelan Bill fût-il retiré par le Agricultural Credit Amendment de 1923 (1).

Les excès de ce système sont sans doute la cause réelle

(1) Cf. E. A. GOLDENWEISER, *op. cit.*, p. 43.

de son échec ; on ne peut dire néanmoins que lors même qu'il eût pu fonctionner normalement son application ait répondu aux espérances du législateur. On espérait en effet que ces taux progressifs empêcheraient toute inflation de crédit et permettraient aux différentes Banques d'avoir une part plus égale dans les ressources de la Banque de Réserve. En fait ce système n'eût aucune influence profonde : son action ne dépassa pas le stade des banques adhérentes et jamais en raison du taux progressif les clients de ces banques qui sont à l'origine de toute inflation ne furent soumis à la moindre restriction. Le gouverneur Miller de la Banque de Réserve Fédérale de Kansas City condamne le procédé des taux progressifs en ces termes (1). « En fait ces statistiques
« montrent que les banques locales ne prirent pas plus à
« leurs clients lorsqu'elles payaient les taux progressifs
« qu'elles n'avaient pris avant ou qu'elles ne prirent
« depuis car elles prirent toujours tout ce que le marché
« pouvait supporter... Nos statistiques montrent claire-
« ment qu'aucune banque de la ville ou de la campagne
« ne prit plus à ses clients que si elle n'avait jamais dû
« emprunter ».

Un phénomène plus paradoxal encore se produisit : non seulement ces taux progressifs n'empêchèrent pas l'inflation, mais encore on constata que ce fut dans les districts où ce système avait été en usage que la détente monétaire après la crise de 1920 fut la plus longue à se produire. Dans le district d'Atlanta où la théorie des

(1) Cf. *Hearings before the Agricultural Commission*, vol. XXIII, p. 751.

taux progressifs reçut sa plus stricte application les crédits augmentèrent même de 26 0/0 (1).

Il ne nous semble pas cependant que l'on puisse de faits aussi troublants, tirer des arguments bien sérieux contre le système des taux progressifs. Il est assez naturel en effet, que les mesures de rigueur freinant l'inflation des crédits retardent par contre-coup, la détente qui ne manque pas de lui faire suite. Ce phénomène doit être particulièrement sensible dans les régions agricoles comme sont les districts de Dallas, Kansas City, Saint-Louis et Atlanta car les prêts de longue durée y sont plus fréquents.

Le gonflement des crédits dans le district d'Atlanta lui-même peut être un phénomène purement accidentel et sans relations causales avec l'application des taux progressifs.

Si donc le système des taux progressifs paraît pour le moment abandonné aux Etats-Unis on ne peut de l'expérience ainsi tentée en condamner la pratique. Parmi tous les systèmes proposés après la crise de 1929 pour éviter le retour d'une crise semblable, on trouve naturellement l'application de divers systèmes de taux progressifs affectant soit toutes les catégories de prêts, soit au contraire certaines formes spéciales de crédit. Il n'est donc pas impossible qu'ils ne soient un jour à nouveau en usage aux Etats-Unis.

(1) Cf. JOSEPH STAGG LAWRENCE, *op. cit.*, p. 213.

B. — *Politique d'uniformisation des conditions du crédit*

A cette « banking policy » qui représente en quelque sorte un ensemble de mesures de sécurité prises *a priori* pour qu'on ne puisse pas se servir de façon excessive du crédit assuré par le système, et en particulier grâce à l'escompte, se superposent des mesures de « credit policy » dont le but est essentiellement de diriger l'emploi du crédit. C'est au premier rang de celles-ci qu'il faut placer celles qui portent sur les variations du taux de l'escompte.

Il n'est pas dans notre intention de rappeler ici par quel mécanisme la hausse ou la baisse du taux de l'escompte (1) tend à accroître ou au contraire restreindre le crédit offert sur le marché. Nous essaierons de montrer sur quelles considérations a pu s'appuyer le Board pour diriger sa politique du taux de l'escompte.

Importance des variations du taux de l'escompte

L'importance des variations du taux de l'escompte ne tient pas seulement à leur signification purement économique. S'il est vrai qu'une hausse du taux, en rendant le crédit plus cher, tende à le restreindre et que le marché en subisse les conséquences, une opération sur le marché libre pourrait produire sensiblement le

(1) Pour la commodité de nos lecteurs, nous nous exprimons comme s'il y avait un taux unique, en réalité, il y en a deux : le taux d'escompte du papier commercial et le taux d'achat des acceptations ; parfois d'ailleurs, ils se confondent.

même résultat. En fait, toute variation du taux de l'escompte a pour le public une valeur symbolique ; elle est pour lui l'expression la plus tangible de la politique de Réserve Fédérale. « L'importance d'un changement du « taux de l'escompte tient principalement à ce que ce « changement représente la reconnaissance d'un fait par « un groupe de personnes responsables et bien informées (1) ». Les Banques en principe, ont le droit de changer leurs taux d'escompte à leur gré. Une décision du conseil d'administration ne suffit pas néanmoins ; il faut en outre obtenir l'approbation du Board. On l'obtient généralement sans difficultés ; on cite cependant le cas d'une Banque qui, ces dernières années, s'est trouvée en désaccord avec le Board à ce sujet (2). La nécessité dans laquelle les Banques sont de s'adresser à Washington n'est d'ailleurs pas le plus souvent une cause de retard car, soit par téléphone, soit par télégraphe, le Board expédie sa réponse dans le délai le plus bref.

Les facteurs qui déterminent une variation du taux d'une ou plusieurs Banques agissent le plus souvent dans le même sens auprès des autres et des variations de taux analogues se produisent sinon au même moment, du moins dans un laps de temps restreint dans les douze districts. La similitude de tels changements sur l'ensemble du territoire est due, pour une part d'ailleurs, à l'influence commune du Board qui les détermine. Il est plus rare que les variations se produisent pour les Ban-

(1) H. PARKER WILLIS, *op. cit.*, p. 184.

(2) Cf. *supra*, p. 27.

ques d'une région seulement ou comme ce fut parfois le cas pour les trois Banques de New-York, Boston et San-Francisco. C'est ainsi qu'en juillet 1922, on abaissa le taux de l'escompte de 4 1/2 à 4 0/0 dans ces trois villes alors que partout ailleurs, les taux restaient inchangés. Plus souvent, enfin, les taux n'affectent qu'une seule Banque et plus particulièrement celle de New-York. C'est ce qui s'est produit tout dernièrement ; alors que, en février 1928, les douze Banques avaient porté simultanément de 3 1/2 à 4 0/0 pour l'augmenter par la suite jusqu'à 4 1/2 0/0 en mai et 5 0/0 en juillet ; le 8 août 1929, la Banque de Réserve de New-York éleva jusqu'à 6 0/0 le taux de son escompte sans que les autres Banques se décidassent à suivre son exemple (1). Le cas de variations isolées est d'ailleurs assez rare et se justifie toujours par des circonstances exceptionnelles ; il ne saurait donc en rien infirmer le principe d'après lequel les variations du taux de l'escompte aux Etats-Unis sont la manifestation d'une politique d'ensemble des Banques de Réserve et du Board.

Le premier effort de dirigeants du Système s'est porté vers une politique d'uniformisation du crédit à l'intérieur du pays, afin d'assurer sur l'ensemble du territoire, une répartition plus équitable des ressources dont disposent les Banques et permettre par la suite à celles-ci de donner à leur politique une cohésion et une force accrues.

(1) Cf. *Information* du 26 octobre 1929.

Diversité des conditions du marché

Ainsi que nous l'avons déjà dit, les conditions du marché dans la période qui précédait la réforme, étaient éminemment variables : la diversité de la production d'un Etat à l'autre, la plus ou moins grande étendue du risque couru rendaient la différence du taux de l'argent entre les divers points du territoire, d'autant plus sensible qu'aucun organisme bancaire centralisé, aucun système d'établissement à succursales, ne venaient corriger ces inégalités de conditions naturelles.

D'autres causes encore contribuaient à rendre ces imperfections particulièrement gênantes ; pour satisfaire aux besoins saisonniers de numéraire ou pour compléter leurs réserves, les banques locales devaient se livrer à des opérations de transferts d'argent à la fois coûteuses et lentes ; elles contribuaient, particulièrement dans les districts éloignés, à accroître encore le taux du loyer de l'argent par ailleurs fort élevé.

Le vote du Federal Reserve Act en créant le « Gold Settlement fund » système pratique de transfert des capitaux sur l'ensemble du territoire permit donc d'améliorer les conditions du crédit dans certains états américains.

Politique des Banques

Il appartenait cependant, aux Banques de Réserve Fédérales, de poursuivre une politique propre à assurer une plus grande uniformité du coût de l'argent sur

l'ensemble du territoire et de favoriser ainsi les Etats les moins évolués dans le domaine économique.

Le législateur avait assuré aux Banques de Réserve la possibilité de réaliser des transferts de réserves et de capitaux d'un district à l'autre. Une Banque peut, soit réescompter des effets à une autre Banque, soit lui vendre du papier, acheté sur le marché libre (1). Le Board peut « permettre, ou, sur le vote affirmatif d'au moins cinq de ses membres, imposer aux Banques de Réserve Fédérales de réescompter le papier des autres Banques de Réserve à des taux d'intérêts fixés par lui ».

Le Board d'ailleurs n'eût pas à notre connaissance à faire usage d'un pouvoir aussi impératif. En fait, en raison même des excédents de réserve dont tout au long de leur histoire, les Banques de Réserve ont disposés, une telle disposition n'eût à jouer que dans des circonstances exceptionnelles.

Le jeu naturel des différences du taux de l'escompte, d'ailleurs entraîne tout naturellement des mouvements de capitaux d'un district à l'autre et contribue ainsi à égaliser les conditions de réserves et les facilités de crédits des différentes Banques. C'est ainsi que le 5 août 1927 la Banque de New-York réduisit son taux de 4 à 3 1/2 0/0. On constata un afflux constant de réserves or vers les Banques qui n'avaient pas baissé leurs taux d'escompte en même temps. Ce phénomène dura jusqu'au début de septembre c'est-à-dire jusqu'à ce que les ban-

(1) Cf. EDWIN WALTER KEMMERER, *The A. B. C. of the Federal Reserve System* (Princeton University press. Princeton 1919, p. 35).

ques de Chicago, de San Francisco, Minneapolis et Philadelphie aient réduit à leur tour leur taux d'escompte. Les pertes de réserves de la Banque de New-York atteignaient à ce moment \$ 80.000.000 (1).

Il est assez naturel dans ces conditions que le cas échéant, les banques agissent sur leur taux respectif pour éviter des transferts de capitaux susceptibles d'amener des troubles sur le marché de la monnaie. A la fin de février 1923 les Banques de Boston, New-York et San-Francisco élevèrent leur taux d'escompte de 4 à 4 1/2 0/0. Cette avancée était « d'autant plus significative que c'était la première depuis deux ans. Dans son « rapport annuel, le Board fait remarquer que cette « hausse de l'escompte était une simple unification « du taux entre les différents districts de réserve, « dans le but d'éviter les prêts exagérés dans ceux où « il était bas et d'assurer une meilleure distribution des « crédits » (2).

Transactions entre les Banques

Il y eût cependant une période, pendant laquelle les transactions entre Banques de Réserve atteignirent un gros chiffre et permirent seules d'équilibrer les disponibilités de crédit dans le pays. Ce fut pendant la crise de 1920, lorsque, ainsi que nous l'avons déjà dit, le chiffre

(1) Cf. W. RANDOLPH BURGESS, *The money market in 1927* (*The Review of Economic Statistic*, février 1928).

(2) Cf. JEAN FILIPPI, *La stabilisation des prix, l'expérience américaine*, Paris, Sirey, 1929, p. 105.

des réserves tomba presque à sa limite inférieure (1). Certaines banques se trouvèrent donc dans l'obligation, pour continuer à fournir à leurs clients les crédits nécessaires, de faire appel aux prêts entre districts. La baisse des prix agricoles, tout particulièrement, empêchait les fermiers de se libérer et les districts agricoles avaient une grosse proportion de prêts immobilisés (Frozen Loans). Les Banques du Sud et de l'Ouest durent donc emprunter à celles de l'Est. Le total de ces prêts atteignit \$ 250.440.000 en octobre 1920. Ils baissèrent par la suite ce qui montre bien leur caractère exceptionnel ; ils n'étaient plus que \$ 122.174.000 en décembre, \$ 91.365.000 en janvier 1921, \$ 16.282.000 en mars. Ils remontèrent bien à \$ 68.304.000 en août, mais en décembre aucun prêt entre districts ne figurait plus au Bilan d'une quelconque Banque de Réserve Fédérales (2).

Le total des réescomptes et ventes de papier entre les Banques pour l'année 1920 atteignit le chiffre élevé de \$ 3.672.782.000. Voici comment se répartissent ces opérations (3) :

Prêtèrent les Banques de :

Boston	\$ 1.000.557.000
Philadelphie	\$ 758.875.000
Cleveland	\$ 1.478.882.000

(1) Cf. *supra*, p. 45.

(2) Cf. E. A. GOLDENWEISER, *op. cit.*, p. 35 et suiv.

(3) Cf. W. P. G. HARDING, *The Formative Period of the Federal Reserve System* (Houghton Mifflin Company, New-York et Boston, 1925, p. 183).

Empruntèrent les Banques de :

Richmond.	\$	700.000.000
Atlanta	\$	308.000.000
Chicago	\$	283.178.000
Saint-Louis	\$	315.500.000
Minneapolis	\$	293.500.000
Kansas City.	\$	411.636.000
Dallas.	\$	436.013.000

Ainsi qu'on peut le voir, seule la Banque de New-York avec celle de San-Francisco ne participa pas à ces opérations. Une telle abstention est d'autant plus remarquable que la Banque de New-York est celle qui dispose des ressources les plus larges : sans doute faut-il attribuer son attitude à ce qu'elle fut tout particulièrement frappée par la crise, sans l'être cependant en raison même de la liquidité de ses opérations, au point d'être obligée de faire appel aux crédits extérieurs.

Ces transactions sont un exemple assez caractéristique de l'esprit de coopération qui anime les Banques de Réserve. Sans doute ne nous est-il pas possible ici, d'en étudier toutes les manifestations. Il faudrait être tout particulièrement au courant des conditions internes du marché américain, pour dégager la signification cachée de telle baisse du taux de l'escompte à Dallas ou à Kansas City.

Résultats obtenus

Les résultats obtenus nous permettent de juger cependant dans quelle mesure cette politique d'unification du crédit a prouvé son efficacité.

Il est bien certain tout d'abord que la disparité qui existait autrefois entre le taux de l'argent dans l'Est et dans celui de l'Ouest a en partie disparu. Le mérite n'en vient pas seulement d'ailleurs à la politique des Banques de Réserve Fédérales. Parmi les facteurs permanents qui déterminaient cette différence de taux certains, aujourd'hui, n'existent plus. Dans la petite banque locale à petit chiffre d'affaire et où le banquier court à chaque instant le risque de perdre ses capitaux sur une mauvaise récolte, le taux des emprunts est forcément plus élevé ; il en est de même, en raison de la longue durée des engagements et de l'impossibilité où l'on est de les liquider dans les districts agricoles. D'autres causes en revanche ont disparu ; avec le vieux système des règlements de chèques, il fallait deux fois plus de temps pour faire un paiement autrefois qu'aujourd'hui. On payait une prime, pour le papier sur New-York, à Chicago ou dans l'Ouest ; en acheter était presque réaliser une opération sur les changes étrangers. L'argent par conséquent n'avait que peu de fluidité et il était difficile aux capitaux d'une partie du pays de s'employer ailleurs.

Les conditions aujourd'hui ne sont plus les mêmes. Le système de collection des chèques est plus rapide et

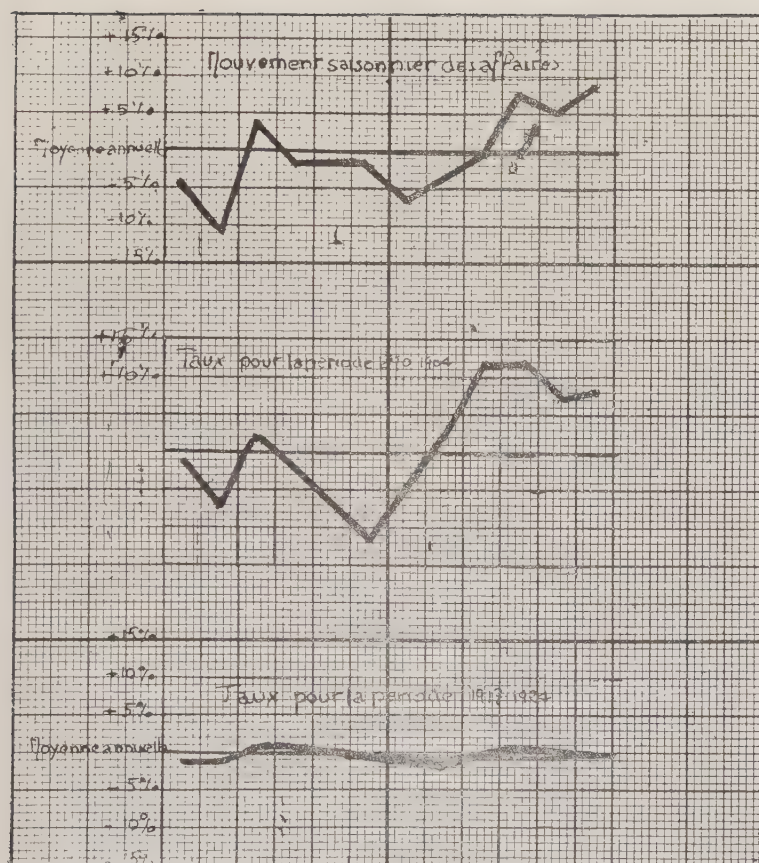
meilleur marché, les transferts se font par télégramme et sans frais. Les règlements peuvent s'opérer par virements sur les comptes de réserves par les Banques de Réserve Fédérales. Il est assez naturel dans ces conditions que les efforts des Banques de Réserve aient été en cette matière couronnés de succès. Le tableau suivant (1) donnera une idée des résultats obtenus :

TAUX MOYEN DE L'INTÉRÊT SUR DU PAPIER COMMERCIAL A 4 ET 6 MOIS		
	1911-13	1922-24
New-York.	4.74	5.03
Boston	4.86	4.99
Philadelphie	4.97	5.22
Saint-Louis.	5.87	5.27
Chicago.	5.98	5.28
Minneapolis.	6.15	5.49
Nouvelle-Orléans . . .	7.11	6.10
Kansas-City.	8.00	5.96

Nous constatons ainsi que la différence des taux extrêmes, qui était avant la mise en application du Système, de 2,26 0/0 n'est plus aujourd'hui que de 1,11 0/0. C'est là une amélioration très sensible.

Cette meilleure répartition des moyens de crédit a également contribué à supprimer les variations saisonnières de taux qui étaient autrefois le fléau du marché américain. Sans doute l'élasticité donnée à la circula-

(1) D'après W. RANDOLPH BURGESS, *op. cit.*, p. 288.



Mois J F M A M J J A S O N D

Les taux en usage sur le marché avant et après la réforme.

tion monétaire était la cause principale de cette réforme. Il faut bien admettre néanmoins que la plus grande fluidité du crédit, qui permet d'assurer au moment des récoltes, les capitaux nécessaires aux districts agricoles a une part dans la disparition de ces variations de taux liées au mouvement des affaires.

Les dirigeants du Système se sont également efforcés d'uniformiser les conditions du crédit en ce qui concerne les différentes formes qu'il revêt sur les marchés monétaires. Comme nous l'avons déjà vu, ils ont, par une politique de taux appropriés, facilité l'emploi des acceptations bancaires et par contre-coup élargi le marché du papier commercial. Mr. W. Randolph Burgess dans le tableau (1), que nous reproduisons ci-après, a résumé ainsi les taux moyens cotés à New-York avant et après la réforme.

Taux moyens à New-York

PÉRIODE	PAPIER COMMERCIAL		PRÊTS A LA BOURSE	
	60-90 jours	4 à 6 mois	Comptant	60-90 jours
1900-1913.	4 3/4 0/0	5 1/2 0/0	3 3/4 0/0	4 1/4 0/0
1915-1926.	5 0/0	5 1/4 0/0	4 1/2 0/0	5 0/0
1922-1926.	4 1/4 0/0	4 1/2 0/0	4 1/4 0/0	4 1/2 0/0

Ainsi la différence entre la période actuelle et celle de 1914 n'est pas grande. On ne peut dire d'une façon générale que tous les taux aient baissé ou au contraire se

(1) Cf. W. RANDOLPH BURGESS, *op. cit.*, p. 280.

soient élevés. En revanche les différences entre les diverses catégories de papier se sont atténuées et cela au profit du papier commercial, qui représente la partie la plus saine du crédit accordé à l'économie nationale. Sur ce point particulièrement, la politique des Banques de Réserve Fédérales s'est donc trouvée heureuse.

C'est de la même façon que, entre 1914 et la période d'après-guerre, la différence qui existait entre le papier à long terme et le papier à court terme, a presque complètement disparu. Elle atteignait autrefois de 1/2 à 2 0/0. L'amélioration des conditions du marché, la sécurité plus grande des transactions ont progressivement éliminé cette différence de taux. Ce résultat a été officiellement sanctionné lorsque en 1924 la Banque de Réserve Fédérales de New-York, a renoncé à coter séparément ces deux catégories de papier. Il n'y a plus aujourd'hui de cote différente pour le papier à quatre-vingt-dix jours et celui de quatre à six mois ; celle de ce dernier subsiste seule.

Un tel résultat n'étant en aucune façon anormal, seule était extraordinaire l'existence de cette double cotation. Des conditions particulières en expliquaient la persistance. Les Banques en effet devaient autrefois pour faire face à leurs engagements sans compromettre leurs réserves se procurer du papier à vue ou des effets à échéance sur tous les jours de l'année. Les engagements à court terme étaient donc très recherchés et leur taux en conséquence plus élevé. Les avances des Banques de Réserve permettent aujourd'hui aux member banks de se procurer dans le plus bref délai, tous les capitaux dont

elles peuvent avoir besoin. Elles ont en outre encore la ressource, d'investir leurs disponibilités en acceptation ou en valeur du gouvernement à courte échéance, assurant ainsi avec une grande sécurité, toute la liquidité désirable.

C. Facteurs qui déterminent la politique des crédits

Variation des réserves d'or

Les Membres du Board n'ont pas la possibilité pour diriger leur politique d'escompte, de s'appuyer sur cet indice, si sûr qu'est la variation des réserves d'or de l'Institut d'émission. En Europe où il joue constamment toute diminution de l'encaisse d'une Banque indique généralement une baisse de changes due à une situation économique ou politique défavorable et doit immédiatement être combattue par une hausse de l'escompte. La hausse du taux de l'escompte de la Banque d'Angleterre en octobre 1929 en est un exemple frappant. Mais, ainsi que nous l'avons déjà dit, la réserve d'or américaine est telle que non seulement la circulation monétaire est garantie plus qu'il ne serait strictement nécessaire, mais encore cet excès d'or n'est pas sans présenter quelques dangers (1). La marge qu'il y a entre le taux actuel des réserves d'or et le taux limite, malgré les exportations d'or de ces dernières années, est encore très considérable. En 1920, cependant, les Banques devant la baisse constante du taux des réserves et les dangers de la situation

(1) Cf. *supra*, p. 56 et suiv.

économique avaient dû augmenter leur taux d'escompte. Mais dès 1923, le Board n'hésitait pas à affirmer que les variations des réserves d'or ne traduisaient en aucune façon les conditions du marché et en conséquence ne pouvaient servir de base à sa politique de crédit. « Dans « ces conditions (forte réserve d'or) des changements « dans le taux des réserves puisqu'ils sont le résultat de « causes diverses et indépendantes ne reflètent pas le « développement du crédit national et des affaires » (1). Il y a beaucoup de chances, par conséquent, pour que la politique d'escompte des Banques de Réserve à l'avenir reste, comme par le passé, parfaitement indépendante des variations de leur encaisse métallique.

L'influence des conditions du marché monétaire

Il n'est pas beaucoup plus facile aux Banques de se baser, pour fixer leur taux d'escompte, sur le taux du marché. La Banque d'Angleterre a traditionnellement un taux d'escompte « above the market » (supérieur au taux du marché) (2).

Ce qui est possible en Angleterre où le marché financier est très centralisé ne l'est malheureusement pas en Amérique et une règle de cette sorte n'y pourrait rece-

(1) Cf. *Federal Reserve Bulletin*, avril 1923.

(2) Nous savons qu'en Angleterre les « joint stock banks » réescomptent leur papier aux « brokers » et aux « discount houses » qui eux le présentent comme acceptation à la Banque d'Angleterre à un taux inférieur au taux de la Banque. Les « joint stock banks » font des avances à leurs clients sous formes de crédits portés sur leurs livres (il n'y a pas de création d'instruments négociables). Ces avances portent intérêt à un taux supérieur au taux de la Banque.

voir d'application pratique. Aux Etats-Unis en effet, il n'y a pas d'unité de taux ; l'argent est en règle générale beaucoup plus cher à l'Ouest et au Sud que dans les provinces atlantiques. En juin 1927, alors que le taux du papier sur le marché était à New-York de 4 à 4 1/2 0/0 dans la campagne de l'Etat de New-York et dans le New-Jersey, il atteignait 6 0/0 et montait jusqu'à 8 0/0 dans certains comtés de l'Ouest et du Sud (1).

De même en décembre 1923 les taux d'escompte étaient uniformément de 4 1/2 0/0 dans toutes les Banques de Réserve : le taux moyen de l'escompte des Banques adhérentes était de 5,60 0/0 soit :

Boston 5,30 0/0 ; New-York 5,38 0/0 ; Philadelphie 5,51 0/0 ; Cleveland 5,71 0/0 ; Richmond 6,10 0/0 ; Atlanta 6,20 0/0 ; Chicago 6 0/0 ; Saint-Louis 6,03 0/0 ; Minneapolis 7,99 0/0 ; Kansas City 7,04 0/0 ; Dallas 8,21 0/0 ; San Francisco 5,86 0/0.

A la même époque le taux moyen était de 5,44 0/0 dans les villes de plus de 100.000 habitants, de 6,34 0/0 dans celles de plus de 15.000 habitants et de 7,54 0/0 dans celles de moindre importance (2). Cette grande variété des taux montre bien combien les conditions du marché varient non seulement en allant de la ville vers la campagne mais encore dans les différentes parties du pays (C'est en particulier pour cette raison que se justifie la création de douze Banques de Réserve et non celles d'un organisme unique). Dans ces conditions, même en

(1) W. RANDOLPH BURGESS, *op. cit.*, p. 188.

(2) Cf. E. A. GOLDENWEISER, *op. cit.*, p. 44.

tenant compte de ce que, d'un district à l'autre les taux puissent être sensiblement différents, il apparaît difficile que leurs variations puissent rigoureusement suivre celles du marché, puisque à l'intérieur d'un district on trouve des différences de conditions monétaires très sensibles.

L'opposition qui peut parfois exister dans les différentes Banques est particulièrement marquée en ce qui concerne celles de New-York et les établissements centraux des autres districts. En raison même du caractère particulier du marché de New-York — par essence un centre financier international — des conditions complètement différentes peuvent jouer dans la métropole américaine et le reste du pays et déterminer des mouvements de capitaux en sens opposé. C'est ainsi que, en 1928, les placements des « Reporting Member Banks » s'accrurent en août et septembre à New-York alors qu'ils baissaient dans les autres cités, que les prêts sur titres augmentaient de juin à New-York quand leur valeur diminuait dans les autres villes ; ils s'accrurent par la suite considérablement à New-York pendant les mois d'août et de septembre et dans le même temps leur chiffre restait stationnaire dans le reste du pays (1). Il y a donc non seulement différence de taux mais mouvement contradictoire dans les variations du crédit.

Dans un district donné cependant, les taux d'es-compte des Banques de Réserve sont presque toujours inférieurs à ceux des member banks ; ils sont de même supérieurs à la fois à l'intérêt des bons du Trésor et aux

(1) Cf. *The Review of Economic Statistic*, novembre 1928 ; *Review of the Third quarter of the year*, p. 161.

taux d'achat des « Bankers acceptance » (le taux des Bankers acceptance est généralement supérieur à celui des bons du Trésor).

Donc, s'il n'est guère possible au personnel des Banques de s'attacher en règle absolue aux variations de taux du marché pour fixer les taux officiels, il s'en faut de beaucoup qu'il y ait entre ces variations et ces changements de taux une parfaite indépendance. Le papier que l'on présente à l'escompte des Banques est une marchandise dont le cours est fixé sur le marché. Puisque d'une part, la capacité d'achat des Banques est presque indéfinie et que d'autre part, aucune nécessité d'ordre économique ne les oblige à avoir un portefeuille d'effets quelconques, elles pourraient fausser ce cours en fixant leur escompte à un taux arbitraire, mais non sans risquer de dérégler complètement l'activité productrice du pays.

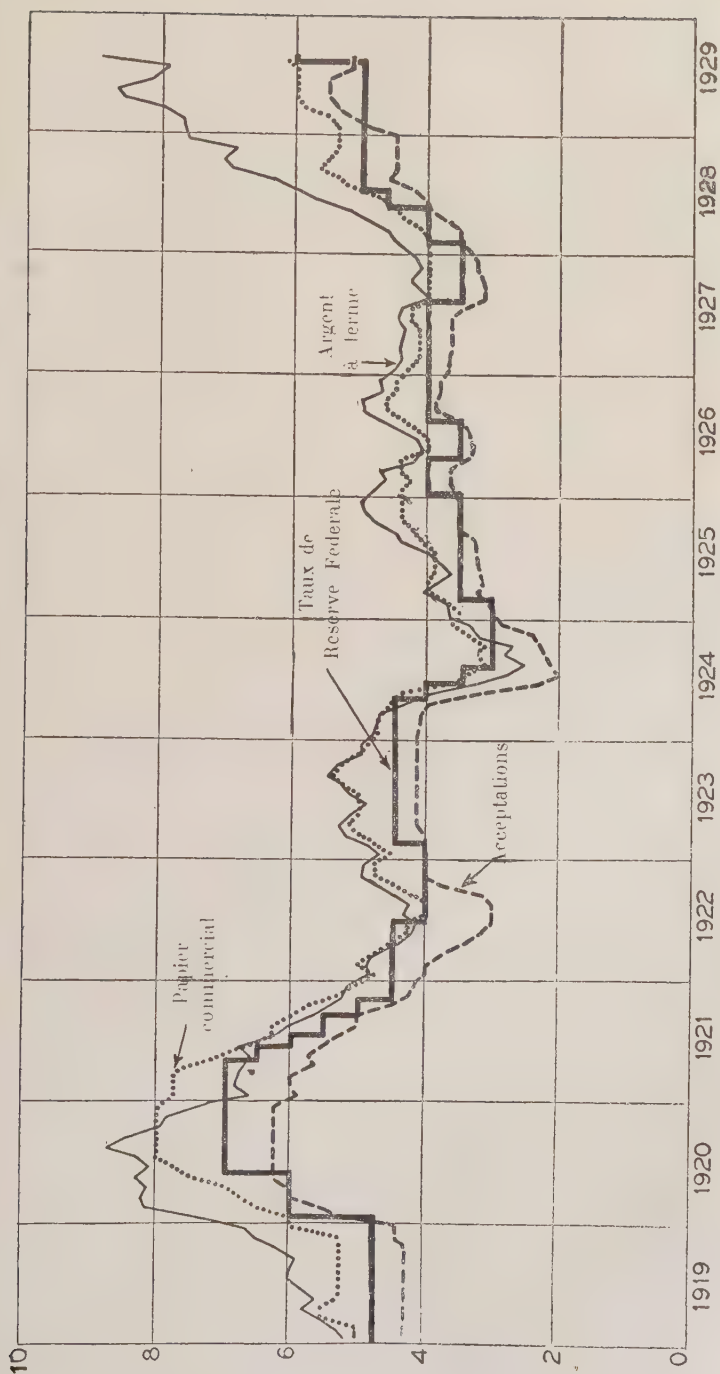
Les variations des taux sont en fait, enfermées dans des limites étroites. L'expérience prouve que « un taux ...
« d'escompte entre le taux du marché pour le papier
« commercial et celui des acceptations bancaires à
« quatre-vingt-dix jours est un taux auquel les member
« banks empruntent librement pour faire face aux
« besoins saisonniers ou accidentels de l'agriculture, de
« l'industrie et du commerce mais n'empruntent géné-
« ralement pas pour des placements ou des prêts spécu-
« latifs » (1). Cette règle ne s'applique naturellement
qu'à un marché déterminé ; elle joue avec une rigueur
particulière sur le marché de New-York. Ce dernier, en

(1) W. RANDOLPH BURGESS, *op. cit.*, p. 188.

effet, est le plus important et n'est que peu sensible aux variations qui affectent les autres districts alors que, au contraire, les taux de Banques de centres secondaires subissent parfois sans grande nécessité des hausses ou des baisses imposées par des modifications analogues sur le marché de New-York.

Le graphique (1) que nous reproduisons ci-contre montre bien avec quelle rigueur la courbe du taux de l'escompte de la Banque de Réserve de New-York est limitée par celle du taux du papier commercial à quatre et six mois et celle du taux des acceptations. Toutes les fois que le taux des acceptations devient inférieur au taux d'escompte de la Banque, une hausse de celui-ci ne tarde pas à en résulter. Le 8 août 1929, ce taux a été élevé de 5 1/2 à 6 0/0 ; mais le taux des acceptations était supérieur à 5 1/2 0/0 depuis le mois de février ; cette mesure s'imposait donc ; inversement, si le taux du papier commercial descend au-dessous de celui de l'escompte, ce dernier est toujours au bout de quelque temps ramené à un chiffre plus faible. C'est ainsi que lorsque en avril 1922 le taux du marché tomba au-dessous de celui de la Banque de Réserve de New-York on baissa celui-ci aussitôt de 4 1/2 à 4 0/0. Il ne faut voir dans ce phénomène d'ailleurs que l'application d'une règle de simple bon sens. Le papier que les Banques de Réserve acceptent à l'escompte est généralement moins bon que les acceptations bancaires, car il ne porte, le plus souvent, que l'endos d'une banque, alors que ces dernières

(1) MONTHLY, *Review of Credit and Business Conditions* (Second Federal Reserve District, 1^{er} septembre 1929).



Taux mensuels de l'argent en Bourse à 60-90 jours ; du papier commercial à 4-6 mois
et des Acceptations à 90 jours.

Taux d'escompte de la Banque de Réserve Fédérale de New-York.

ont été signées par deux banques bien connues. Il est néanmoins meilleur que le papier commercial ordinaire.

Il est donc absolument logique que les Banques fassent leurs efforts pour le payer moins cher qu'elles ne paieraient des acceptations. Il est non moins naturel que si les member banks se trouvent à même de vendre leur papier commercial plus cher que leur papier « éligible » elles préfèrent garder ce dernier. Pour regarnir leur portefeuille, les Banques de Réserve seront donc obligées de baisser leur taux d'escompte.

Cette règle a malheureusement l'inconvénient de ne pas être d'emploi fréquent ; si nous nous reportons au même graphique que tout à l'heure, nous constatons en effet que la plupart des variations de taux ont été effectuées bien que le taux d'escompte fût resté strictement entre celui des acceptations et celui du papier commercial. Le parallélisme des courbes indique donc non que le taux de réescompte soit délibérément ajusté au taux du marché, mais que les variations de ces taux reflètent également l'influence de facteurs financiers communs.

Il nous faut donc admettre que la politique du taux d'escompte des Banques de Réserve a été influencée par d'autres facteurs.

Influence des variations du montant des crédits

Au premier rang de ceux-ci se placent les variations du montant total des crédits accordés par les banques américaines. L'importance de ce facteur est d'autant plus grande que, ainsi que nous l'avons exposé, les Banques de

Réserve redoutent beaucoup une inflation de crédits éventuelle. Aussi, se sont-elles préoccupées de déterminer avec le plus de précision possible les conditions du marché.

Moyens d'informations

Pour étudier les changements dans le volume des crédits, le Board, par l'intermédiaire des Banques de Réserve, centralise les rapports des principales member banks (1) et obtient en additionnant les chiffres ainsi obtenus une idée assez précise des conditions du marché. L'état des postes de l'actif des bilans des différentes Banques de Réserve peut donner aussi d'utiles indications. En tenant compte de l'accroissement normal du total des prêts et placements qui suit aux Etats-Unis le développement de l'activité productrice, il est donc possible au Board de savoir si la quantité de crédit sur le marché correspond aux besoins et de prévoir le moment où un excédent de disponibilité risque d'entraîner une hausse des prix et une crise de surproduction, des restrictions trop grandes, un resserrement excessif de la production nationale. On cherche aussi à connaître quel emploi est donné à ce crédit, car suivant l'usage auquel il est affecté — prêts au commerce, placements immobiliers, prêts sur le marché des valeurs, — la politique des Banques peut subir de très sensibles modifications. C'est pour répondre à ce besoin accru d'information que depuis le mois de janvier 1926, un certain nombre des plus

(1) Ces banques étaient au nombre de 670 en juin 1927 et maniaient une part importante des capitaux disponibles sur le marché.

importantes member banks de New-York communiquent tous les jours à la Banque de Réserve le montant total de leurs prêts aux « brokers » et aux « dealers » garantis par des dépôts de titres. Les Banques de Réserve en outre peuvent obtenir des renseignements très intéressants en étudiant avec soin les documents que leur communiquent le contrôleur de la monnaie et les autorités locales et sur lesquels, à l'occasion de diverses opérations de contrôle, a été porté l'emploi des prêts consentis par les member banks.

Ce service permet en particulier au Board de dépouiller les différents éléments qui déterminent les variations de crédit de façon à pouvoir éliminer ceux dont l'action momentanée est déterminée par le jeu naturel des lois de l'équilibre économique. Quelques exemples permettront de préciser cette idée. Au cours de l'année 1927 le total du crédit des Banques de Réserve s'est accru de \$ 132.000.000. Pendant ce temps la circulation de Federal Reserve Notes baissait de \$ 82.000.000 ce qui libérait une somme équivalente de fonds de réserve ; le solde créditeur des comptes du gouvernement et des particuliers dans les banques, diminuait dans le même temps de \$ 35.000.000. A ces causes d'augmentation du crédit du Système il fallait ajouter une réduction de \$ 20 millions de la circulation monétaire non représentée par des Federal Notes ou de l'or. Le total de ces diverses modifications des postes de l'actif du bilan des Banques de Réserve atteignait donc \$ 272.000.000. Il s'en fallait cependant de beaucoup que le crédit accordé par les banques à leurs clients se soit accru dans de telles proportions. Le

solde débiteur du compte des member banks ne s'était en effet augmenté que de \$ 181.000.000. La différence représente d'une part des exportations d'or pour \$ 68.000.000, une réduction de \$ 13.000.000 du portefeuille d'effets à l'encaissement des Banques de Réserve d'autre part et enfin une diminution de \$ 9.000.000 des comptes de capital de ces dernières (1). C'était donc le chiffre de \$ 180.000.000 et non celui de \$ 272.000.000 qu'il fallait considérer.

Voici maintenant un tableau emprunté au rapport de 1928 du Federal Reserve Board (2) et qui représente les facteurs qui déterminent une augmentation ou au contraire une diminution de la demande de crédit.

*Facteurs augmentant ou diminuant la demande des crédits
des Banques de Réserve
(moyenne mensuelle de chiffres journaliers)*

Facteurs augmentant la demande du Crédit des Banques de Réserve :

Diminution du stock monétaire d'or . .	\$ 274.000.000
Augmentation des comptes de capital (Unexpended capital funds)	\$ 47.000.000
Diminution des comptes créditeurs du Trésor	\$ 5.000.000
Augmentation du solde débiteur de la Chambre de Compensation des Ban- ques non adhérentes (Non Member Banks Clearing Balance)	\$ 2.000.000
TOTAL.	\$ 328.000.000

(1) Cf. 14^e Annual Report of the Federal Reserve Board (1927).

(2) Cf. 15^e Annual Report of the Federal Reserve Board (1928).

Facteurs diminuant la demande du Crédit des Banques de Réserve :

Diminution de la monnaie en circulation.	\$ 40.000.000
Diminution du solde débiteur des banques adhérentes	\$ 32.000.000
TOTAL.	\$ 72.000.000

Augmentation réelle du Crédit de Réserve Federal (au cours de l'année 1928). \$ 256.000.000

Le Board ne se contente pas des éléments que lui donne l'étude des bilans des Banques de Réserve. Il s'attache aussi bien à suivre les variations de l'ensemble du crédit bancaire aux Etats-Unis.

Taux normal d'accroissement des crédits

Il n'apparaît pas d'ailleurs que l'indice du chiffre total des crédits agissant comme facteur unique ait souvent déterminé une variation du taux d'escompte des Banques de Réserve. Le plus souvent sans doute, il n'a été qu'une circonstance qui, jointe à d'autres, a pu conduire les membres du Board à prendre telle ou telle décision. Des économistes, comme Mr. Snyders se sont attachés néanmoins à rechercher quelle pouvait être la relation existant entre les variations du chiffre total des crédits et la politique suivie par les Banques de Réserve. Ils sont parvenus à des résultats intéressants ; ils ont découvert un

taux normal d'accroissement des crédits et se sont aperçus que toutes les fois que, dans le passé, ce taux avait été dépassé, les Banques avaient été obligées d'intervenir ; M. Harold L. Reed exprime cette idée très clairement (1). « Une expansion des crédits de banque supérieure à 4 1/4 0/0 par an a, en général, correspondu bien plus à une augmentation des prix qu'à un accroissement proportionnel de l'activité productrice. En définitive depuis 1921, un accroissement de ce taux d'expansion supérieur à 4 1/2 0/0 s'est toujours accompagné d'un développement des affaires tel qu'il a finalement conduit les dirigeants du système fédéral à prendre des mesures de restriction..... De façon générale, pendant la période d'après-guerre toute tendance des crédits de banque à dépasser le chiffre de 4 1/2 0/0 ou au contraire à tomber au-dessous de cette limite, aurait pu déterminer les autorités compétentes à intervenir à des espaces de temps qui auraient précédé de six à huit mois les mesures réellement prises ». L'emploi des formules inventées par M. Snyders aurait sans doute imposé des mesures de restriction des crédits à la fin de 1922 et non au printemps 1923 ; au milieu de 1924 et non au début de 1925 ; à la fin de 1927 et non pendant l'année 1928.

On a découvert de même un taux d'escompte limite. Il apparaît en effet que depuis quelques années toutes les fois que le taux d'escompte (à New-York) est égal ou inférieur à 3 1/2 0/0 les emprunts aux Banques de Réserve ont tendance à augmenter et le crédit devient plus

(1) *The American Economic Review* (Supplément March, 1929). « *Federal Reserve Policy and Broker's loans* », p. 81 et suiv.

large. Un taux de 4 0/0 au contraire serait suffisant pour diminuer sensiblement le désir que pourraient avoir les member banks de faire appel au crédit des Banques. Cela revient à dire que le taux d'expansion du crédit des member banks tend à croître ou à diminuer suivant que le taux des Banques est à un chiffre inférieur ou supérieur à 3 3/4 0/0. Etant donné cependant que depuis 1920, de très importantes variations du stock d'or se sont produites sur le marché américain et que, en outre, les Banques de Réserve ont toujours effectué de très importantes opérations d'achat ou de vente de titres sur le marché, une aussi étonnante relation entre un taux déterminé d'escompte et le plus ou moins fort accroissement des crédits dans le pays pourrait apparaître comme née d'une simple coïncidence ; une telle opinion serait erronée car dans l'esprit des dirigeants du système, les opérations sur le marché libre et les variations du taux de l'escompte vont toujours de pair ; elles ont, en outre très souvent, été effectuées pour contre-balancer les conséquences fâcheuses d'importations ou d'exportations d'or.

Depuis 1920, d'ailleurs, dans trois circonstances seulement le taux d'expansion des crédits des member banks a atteint pour une période d'une durée assez étendue un chiffre dépassant largement 4 1/2 0/0. En 1922-23 on constate un phénomène de cet ordre pour la première fois, les Banques n'eurent aucune difficulté à éviter une expansion des crédits : il suffit d'une seule hausse du taux d'escompte à New-York accompagnée il est vrai, de ventes de titres sur le marché pour que le taux d'expansion des crédits déclinât de façon très sensible. Plus tard en

1924, ce taux fut de nouveau dépassé, mais les Banques contrairement à ce que l'on aurait pu prévoir baissèrent de 1/2 0/0 leur taux d'escompte. En 1927, enfin, les Banques désirant favoriser les conditions de la production tant aux Etats-Unis qu'en Europe, permirent au crédit de se développer considérablement. Apparemment convaincues qu'elles pourraient à leur gré éviter tout danger d'inflation et bien que le taux d'expansion des crédits dépassât 4 1/2 0/0 par an, elles n'hésitèrent pas à abaisser le taux de leur escompte. Il fallut trois hausses successives du taux de l'escompte en 1928 pour contrecarrer les résultats de cette politique et ses répercussions lointaines ne furent vraisemblablement pas étrangères à la naissance de la crise de 1929.

Il est peut-être excessif de juger, comme le fait M. Harold L. Reed que les Banques de Réserve ont le pouvoir de diriger l'accroissement des crédits de façon que son taux ne s'écarte pas sensiblement de celui qui est le plus favorable au développement ininterrompu de l'activité nationale. On peut estimer cependant que les variations du taux d'accroissement des crédits donnent aux Banques de Réserve un indice précieux.

Il est néanmoins difficile de trouver des cas où ce facteur seul soit intervenu pour déterminer une modification de taux de l'escompte, le plus souvent d'autres facteurs jouent en même temps, parfois même leur importance est suffisante pour qu'on ne tienne pas compte de ses indications. C'est ainsi que pendant l'année 1924 le Board désirant encourager la production les Banques poursuivirent une politique progressive du taux de l'escompte,

bien que dans le courant de l'année, se fût produit une inflation de crédit très nette. Dans le même temps que la Banque de New-York baissait son taux d'escompte de 4 1/2 à 4 puis 3 3/4 et enfin 3 1/2 0/0 le laissant à ce chiffre jusqu'à la fin de l'année, le total des prêts et placements (loans and investments) des member banks augmentait de 18 0/0 (1).

L'influence du volume du crédit mérite enfin une mention particulière, car ce facteur a été sans doute le premier qui ait déterminé une action indépendante de la part des Banques de Réserve Fédérales. En 1919, on assista à une augmentation continue des avances aux member banks. Elles passèrent de \$ 14.000.000.000 le 4 mars 1919 à \$ 15.500.000.000 le 30 juin et à \$ 17.500.000.000 en novembre soit un accroissement de 25 0/0 en huit mois. Les Banques dès qu'elles furent dégagées de l'obligation de soutenir les intérêts du Trésor, relevèrent le taux de l'escompte : celle de New-York fit passer le sien de 4 à 4 3/4 0/0 en novembre (2).

Les conditions internationales

Les dirigeants du système n'ont pu cependant se cantonner dans une politique bancaire strictement américaine, et ne pas se préoccuper des conditions internationales.

Plus que tous autres les marchés financiers sont en

(1) Cf. *The Journal of Political Economy*, août 1929 ; HAROLD L. REED, *Recent Federal Reserve Policy*.

(2) Cf. *infra*, p. 216, 217.

relations étroites les uns avec les autres. Le perfectionnement extraordinaire auquel est parvenu le commerce de l'argent et des capitaux rend les différentes places bancaires étroitement dépendantes entre elles. En raison même de la possibilité qu'ont les banquiers de déplacer des capitaux considérables d'un marché à l'autre dans un temps limité, toutes modifications monétaires dans un pays a sa répercussion presque immédiate dans toutes les autres nations. Une hausse du taux de l'escompte sur un marché entraîne des importations de capitaux étrangers et par contre-coup une raréfaction des disponibilités sur les places où le taux de l'argent est moins élevé ; il en résultera vraisemblablement une hausse subséquente du loyer de l'argent. Inversement et par le même mécanisme toute baisse du taux de l'escompte sur un marché peut entraîner une réduction analogue sur les places étrangères. Un Institut d'émissions ne saurait donc se désolidariser de la politique des Banques Centrales des autres pays ; en fait sa politique bancaire pourra dépendre de la leur.

La situation des Banques de Réserve Fédérales néanmoins présente en cette matière un caractère spécial. Depuis la guerre en effet, le marché financier américain a pris dans le monde la première place ; les banques étrangères s'inspirent bien souvent des décisions du Board ; il est plus rare que le Board s'inquiète de ce qui se passe en dehors des Etats-Unis. Le marché de New-York, en effet, présente une si grande variété de ressources que les capitaux étrangers, tout spécialement depuis la fin des hostilités, viennent s'y investir. Pendant quelques an-

nées l'incertitude de la situation monétaire en Europe, expliquait cet afflux des capitaux. Par la suite, lorsque les nations frappées par la guerre eurent rétabli leur équilibre économique et assuré la stabilité de leur monnaie, les capitaux importés restèrent en Amérique où le taux de l'argent était plus élevé ; la spéculation boursière leur offrait en effet un emploi rémunérateur dont ils ne trouvaient l'équivalent sur aucune place européenne.

Ainsi dans la période qui nous intéresse, le marché américain a toujours été un pôle d'attraction pour les capitaux européens ; sa position était donc très forte et les dirigeants du Board n'ont pas eu le plus souvent à se préoccuper des conditions des places étrangères. Dans la période qui a suivi la crise de 1929 le curieux parallélisme de la baisse du taux de l'escompte sur les différentes places montre à la fois leur interdépendance et la prééminence prise en cette matière par le centre bancaire de New-York.

Dans certains cas cependant, le Board a pu juger bon de s'inspirer de préoccupations d'ordre international pour fixer sa politique bancaire. C'est ainsi qu'en 1924 les importations d'or déterminèrent aux Etats-Unis une certaine inflation de crédits ; néanmoins le taux de l'escompte était plus élevé à New-York qu'à Londres. Pour favoriser une reprise des affaires et permettre une hausse des produits agricoles on décida de baisser le taux de l'escompte : une telle opération permettrait sans doute non seulement de restreindre les importations d'or mais encore favoriserait les exportations de capitaux. L'Europe qui malgré une mauvaise récolte, n'était guère en

état d'acheter, serait ainsi à même de se procurer sur le marché américain, du blé, du coton, des produits manufacturés. C'était adopter dans le domaine du commerce international les procédés de la vente à crédit.

Parfois aussi la Banque de New-York s'est attachée à suivre les variations du marché de Londres ; on constate ce souci tout particulièrement en matière d'acceptation ; dans ce domaine, en effet, la suprématie américaine est sujette à caution. A la fin de 1917 par exemple, la Banque de New-York a baissé le taux de ses achats d'acceptations pour le mettre au niveau de celui de Londres.

Facteurs variés

D'autres facteurs encore ont pu à un moment donné déterminer la politique des crédits des Banques de Réserve Fédérales. Les besoins de l'agriculture, le volume des affaires, les indices de production, la spéculation à la bourse des valeurs, ont tour à tour causé des baisses ou des hausses du taux de l'escompte. En période de ralentissement de l'activité productrice, le Board que ce soit de son plein gré ou sous la pression de l'opinion publique se résout toujours à donner de nouvelles facilités de crédit. Lorsque les indices de production croissent exagérément, il est rare que les banques ne se décident pas à augmenter le taux de l'escompte. Le plus souvent d'ailleurs l'action de ces facteurs ne vient que confirmer les indications données par les variations, soit de l'ensemble des crédits, soit des crédits affectés à telle ou telle forme de l'économie nationale.

Il arrive cependant, que ces divers facteurs, au lieu de donner des indications de même sens exigeraient de la part du système des interventions directement opposées l'une à l'autre. Il en est particulièrement ainsi lorsqu'une forme de l'activité nationale réclame des encouragements alors qu'une autre tout au contraire connaît un essor dangereux. De leur importance respective le Board tire sa décision. Parfois cependant, il ne parvient pas à se résoudre à agir ni dans un sens ni dans un autre. Lors de l'automne 1925 un phénomène de cet ordre se produisit. Les prix baissaient ; les cours montaient à la bourse ; le chiffre des crédits employés sur le marché des valeurs s'accroissait sans cesse (1). Une baisse du taux de l'escompte aurait sans doute porté remède à la baisse des prix ; mais elle aurait en même temps favorisé la spéculation en bourse et pu déterminer une crise.

Ainsi peuvent s'expliquer les incertitudes qui ont parfois marqué le développement de la politique bancaire des Banques de Réserve Fédérales. Hésitant entre plusieurs solutions, soumis à des influences diverses et contradictoires, le Board n'a peut-être pas toujours donné à sa politique toute la rigueur désirable ; les crédits ont pu parfois s'accroître dans des proportions inquiétantes ; d'autres fois encore, des restrictions trop grandes ont pu amener un ralentissement excessif de la production.

Il est un point cependant, sur lequel la politique bancaire du Système s'est toujours affirmée avec une grande netteté : nous voulons parler ici de l'effort fourni par les Banques pour assurer la stabilisation des prix.

(1) Cf. W. RANDOLPH BURGESS, *op. cit.*, p. 202.

D. *La stabilisation des prix*

Le problème de la stabilisation des prix, les théories d'Irving Fisher (1), leur application à la politique des Banques de Réserve ont été depuis quelques années l'objet d'études approfondies. Des travaux variés ont été publiés sur ces matières. Nous ne nous attarderons pas en conséquence à les étudier.

Mr. Filippi, dans son ouvrage sur la stabilisation des prix et l'expérience américaine (2) distingue deux solutions au problème de la stabilisation des prix : l'une est la solution monétaire et l'autre la solution bancaire.

Théorie d'Irving Fisher

C'est à Irving Fisher que revient le mérite d'avoir mis en relief les inconvénients d'une monnaie à valeur variable et préconisé une stabilisation du dollar.

Les monnaies or actuelles représentent en effet un poids déterminé de métal : leur valeur d'usage que l'on peut exprimer en marchandises, en pouvoir d'achat, puisque par lui-même le métal n'a qu'une utilité très réduite, est donc éminemment variable. Suivant la plus ou moins grande abondance de métal (ou de monnaie à équivalence métallique) par rapport aux objets de consommation, la valeur de la monnaie croît ou décroît, les prix baissent ou montent.

(1) Cf. IRVING FISHER, *Stabilising the dollar* « Macmillan et Cy, New-York, 1925.

(2) JEAN FILIPPI, *La stabilisation des prix. L'expérience américaine* (Sirey, Paris, 1929).

Il y a donc une façon de jeu continu, qui profite aux uns et que les autres paient, cela en dehors de toute justice : « Ce défaut n'est pas individuel mais social, si « bien que nous ne devons pas blâmer les heureux « gagnants mais supprimer la loterie ».

Irving Fisher, ayant ainsi constaté que la monnaie est la seule unité non stabilisée, propose de remplacer le dollar or par un dollar marchandise imaginaire, unité fictive représentant un pouvoir d'achat déterminé d'un nombre variable de produits. Il obtient ainsi une unité de valeur excellente, puisque pour obtenir une stabilité pratiquement parfaite, il suffit d'accroître le nombre des marchandises qui servent à la déterminer. Mais ce dollar marchandise fictif ne peut servir aux échanges, il faut donc le remplacer par son équivalent en or. Comme l'unité marchandise est par essence invariable, c'est le poids de l'or qui changera.

Ces variations de poids pourront dans la pratique se calculer, grâce à l'existence des « Index Number » qui, donnant les cours en or des marchandises et des services, permettent de mesurer justement la valeur de cet or par rapport à une unité marchandise fictive. Il suffira de faire varier le poids du métal en raison inverse des changements dans cette valeur pour avoir un étalon monétaire stabilisé.

Pour faciliter cette opération l'or sera retiré de la circulation et remplacé par des certificats. Mr. Filippi distingue quatre mesures permettant de stabiliser la monnaie :

« 1^o Circulation uniquement fiduciaire ;

- « 2^o Liberté de l'achat et de la vente de l'or ;
- « 3^o Détermination d'un « Index Number » Officiel ;
- « 4^o Correction du poids de l'or du dollar selon les variations de cet « Index Number » (1).

Ce système si séduisant en apparence, rencontre dans la pratique, des difficultés d'application qui ont fait jusqu'à présent rejeter son emploi.

En admettant même que l'on puisse, grâce à des droits de brassage appropriés, éviter les spéculations que ne manqueraient pas de faire naître les perspectives de variation de la monnaie et que les changements de poids puissent suivre d'assez près les variations de la valeur de l'or, il n'apparaît pas que l'on puisse pratiquement réaliser ces changements de l'unité monétaire.

Si en effet le montant des billets en circulation reste fixe, le changement des réserves or, ne pourra exercer qu'une action psychologique et par conséquent incertaine à l'intérieur du pays : seules les variations du change étranger, matérialiseraient aux yeux du public la valeur nouvelle de la monnaie. L'instabilité des changes, l'incertitude des transactions qui en résulteraient rendent cette solution pratiquement inapplicable.

Si au contraire les réserves restent fixées, on fait varier le montant des billets en circulation, il en résultera dans le cas d'inflation un gain injustifié pour le gouvernement et dans le cas contraire le retrait de la monnaie ne pourra être souvent effectué que grâce à une augmentation des impôts existants.

(1) Cf. FILIPPI, *op. cit.*, p. 27.

Cette seconde solution serait sans doute préférable. Il a paru beaucoup plus simple cependant de renoncer à essayer de contrôler directement la circulation monétaire. Le niveau des prix dépend en effet, de la quantité de monnaie sur le marché : mais il dépend bien plus encore de la totalité des moyens de paiement existants. Dans ceux-ci la part de la monnaie légale est faible, les comptes de dépôts et les ouvertures de crédit représentent grâce aux règlements par chèques la partie de beaucoup la plus importante de l'ensemble des instruments de paiement.

Incertitude de la Relation monnaie-crédit

Sans doute existe-t-il aux Etats-Unis, une relation légale entre le total des dépôts et les réserves d'or du pays : les member banks sont tenues de garder une certaine proportion de réserve comme garanties de leurs engagements en dépôt chez les Banques de Réserve, celles-ci à leur tour sont tenues à des obligations du même ordre. Il y aurait donc relation directe entre la monnaie en circulation et le crédit. Il est malheureusement possible aux banques d'échapper à la contrainte que fait peser sur elles l'obligation des réserves. En effet si la proportion des réserves contre les dépôts à vue est de 10 0/0 en moyenne, celles des réserves contre les dépôts à terme n'est que de 3 0/0. Les Banques qui désirent accroître leur crédit font donc passer les dépôts à vue de leurs clients dans la catégorie des dépôts à terme. Depuis 1924 aux Etats-Unis, les dépôts à vue se sont accrus de 7 0/0

quand les dépôts à terme augmentaient de 36 0/0. A New-York et à Chicago où les réserves contre les dépôts à vue sont de 13 0/0 ceux-ci ne se sont accrus que de 1 0/0 quand les autres augmentaient de 47 0/0 (1).

Il apparaît dans ces conditions que la relation théorique, entre le total des moyens de règlement et la monnaie légale est extrêmement incertain. Bien souvent même les variations monétaires sont automatiquement compensées, par les variations de sens contraire dans le total des crédits. Les importations d'or aux Etats-Unis qui permettent aux member banks de rembourser leur compte débiteur, produisent une diminution du total de l'ensemble des crédits : inversement des exportations d'or s'accompagnent d'un gonflement du crédit des Banques de Réserve.

La solution bancaire

C'est pourquoi les Banques de Réserve se sont attachées non pas à diriger la monnaie mais à contrôler le total du crédit : C'est la solution bancaire du problème.

Depuis 1923 et jusqu'à la crise récente, le niveau des prix aux Etats-Unis est resté pratiquement stationnaire. Ce n'est pas cependant que les dirigeants aient jamais affirmé leur intention de maintenir les prix à un niveau stable ; ils s'en défendent même parfois. Le « Federal Advisory Council » dans sa séance du 21 mai 1926 déclarait : « Dans l'opinion du Conseil la stabilisation

(1) Cf. E. MIREAUX, *Le contrôle du Crédit par le Federal Réserve Board* (*Revue politique et parlementaire*, 10 avril 1929, p. 114).

« du niveau des prix ne peut pas être accomplie au moyen du taux d'escompte et des opérations sur le marché libre. En général les conditions fondamentales de la situation économique ne peuvent pas être contrôlées par les Banques de Réserve Fédérales » (1).

L'étude de la politique bancaire du système, cependant, montre bien la relation qui existe entre les variations du taux de l'escompte et celle du niveau des prix. Quelles qu'eussent été les intentions des dirigeants du Board, l'effet et les résultats obtenus semblent prouver qu'il y eût durant quelques années une politique de stabilisation des prix (2).

La baisse ou la hausse du taux de l'escompte déterminant un élargissement ou au contraire une restriction des crédits permet en effet aux Banques de Réserve d'agir efficacement sur le niveau des prix (3).

Pendant toute l'année 1922, pour faciliter une reprise des affaires, les taux restèrent très bas, les prix en conséquence montèrent et il fallut au début de 1923 relever les taux pour que à partir d'avril les prix se mettent à baisser. Par la suite, des baisses répétées de l'escompte furent nécessaires pour rétablir les prix à leur niveau normal (4).

(1) Cité par Filippi, *op. cit.*, p. 138.

(2) Cf. IRVING FISHER, *The Stock Market crash and after* (Macmillan, New-York, 1930, p. 188 et suiv.

(3) Cf. ERNST DICK, *The interest standard of currency*, Boston et New-York, 1926, p. 134 et suiv.

(4) Cf. GUSTAV CASSEL, *Post War Monetary stabilisation*, New-York, 1928 ; *Columbia University Press*, p. 89-90.

La politique de stabilisation des prix

Dès cette époque la politique de stabilisation des prix semble nettement établie. Elle devait se poursuivre jusqu'à ce jour. L'exemple suivant est particulièrement caractéristique. En août 1927 la Banque de New-York réduisait son taux d'escompte de 4 à 3 1/2 0/0, immédiatement les prix commencèrent à monter. Les Index Number, du professeur Irving Fisher qui avaient atteint un minimum de 135,1 le 11 août, montèrent jusqu'à 147,2 le 13 octobre, atteignant ainsi le niveau moyen auquel ils se tenaient depuis 1922. « L'efficacité de la politique d'escompte comme moyen de régler le niveau général des prix semble particulièrement bien établie par cette expérience » (1). Cette baisse des taux prouvait que l'on considérait les prix comme trop bas et que l'on voulait maintenir le pouvoir d'achat du dollar à son niveau de 1922.

Particulièrement caractéristique à cet égard est la décision que prit en octobre 1926, le « U. S. Bureau of Labor » de reconstruire sur une base nouvelle les Index Number des prix de gros. Ces derniers se tenaient depuis la guerre autour de 150 (sur la base de 100 pour 1913) on décida de leur donner une nouvelle base ; on choisit pour cela la moyenne de 1926.

Cette décision d'ailleurs avait une autre signification :
« le public est conduit à réaliser que le niveau des
« prix d'avant-guerre, doit être considéré comme appar-

(1) *Ibidem.*, p. 90.

« tenant au domaine de l'histoire et sans importance
« présente » (1). On peut donc penser que : « le choix de
« l'année 1926 comme une base nouvelle indique que
« le niveau des prix cette année-là peut être considéré
« comme normal » (2). Il faut voir dans cette décision une
consécration officielle de la politique des prix des Ban-
ques de Réserve qui semble donner à celles-ci l'import-
tance que lui refusent parfois les dirigeants du Système.

Sans doute la crise récente a-t-elle porté atteinte à
ce bel édifice. Une baisse très nette des prix s'est mani-
festée depuis octobre 1929. Il faut remarquer cependant
que, à l'origine de la crise, se trouve l'effondrement des
cours des produits agricoles à la suite des récoltes trop
abondantes. Quelque pouvoir que l'on prête à la poli-
tique des Banques de Réserve, on ne lui accorde pas en-
core celui de commander des éléments ; la surproduc-
tion agricole appartient à un domaine où elle n'exerce
pas son contrôle. On ne peut donc à la suite de la crise
actuelle conclure à l'inefficacité de la politique des prix
des Banques de Réserve Fédérales. Nous nous réservons
d'ailleurs de revenir ultérieurement sur ce point.

E. Modalités d'application de la politique des crédits

La politique des Banques de Réserve Fédérales s'ex-
prime principalement par les variations du taux de
l'escompte. Ainsi que nous l'avons déjà exposé, le Board
peut doser sa politique territorialement ; il a la possibilité

(1) *Ibidem.*, p. 93.

(2) *Ibidem.*, p. 94.

d'agir de façons diverses sur les différents points du territoire. L'existence de deux taux différents, l'un taux d'escompte proprement dit, l'autre taux d'achat des acceptations, permet aux Banques d'exercer sur le marché une action particulièrement variée et précise. Elles peuvent, ou bien augmenter simultanément les deux taux, ou bien faire varier l'un en laissant l'autre stationnaire, ou enfin leur affecter des variations de sens contraire. C'est ainsi que le 12 juillet 1929 la Banque de New-York réduisait le taux d'achat de ses acceptations de $5 \frac{3}{8}$, $5 \frac{1}{2} 0/0$ à $5 \frac{1}{4} 0/0$. Une nouvelle baisse suivait dès le 9 août qui portait ce taux à $5 \frac{1}{8} 0/0$. Le même jour le taux de l'escompte était relevé de 5 à 6 0/0. On justifia alors cette opération en disant que grâce à elle : « Les ressources du Système de Réserve Fédérale « seraient mieux conservées et pourraient être rendues « disponibles pour faire face aux besoins saisonniers en « octobre » (1). On espérait en fait, grâce à cette opération contradictoire, réduire la spéculation sans contrarier le mouvement des affaires (2). Sans doute ce premier résultat fut-il atteint, il ne semble pas que le second l'ait été.

On ne saurait, d'une expérience aussi exceptionnelle, condamner ce système des variations des sens contraires. Il semble qu'il puisse, le cas échéant, être employé utilement pour établir un certain équilibre entre l'emploi des divers papiers en usage sur le marché et aussi pour

(1) Cf. W. RANDOLPH BURGESS, *Review of the third quarter of the year*, p. 158 ; *Review of Economic Statistics*, novembre 1929.

(2) Cf. *infra*, p. 175.

amortir la trop grande brutalité d'une variation du taux de l'escompte.

Mais en fait, c'est surtout grâce aux opérations sur le marché libre que nous nous proposons d'étudier maintenant que les Banques peuvent rester constamment en contact avec le marché et assurer à leur politique de l'escompte toute la souplesse désirable.



CHAPITRE VI

La politique des crédits Les opérations sur le Marché libre

Définition

L'expression « opérations sur marché libre » est employée suivant le cas avec deux sens sinon différents, du moins inégalement compréhensifs. Dans sa signification légale, elle désigne toutes les transactions des Banques de Réserve autres que les prêts aux member banks, c'est-à-dire les achats et les ventes d'acceptations bancaires, de titres du gouvernement et d'autres titres et valeurs énumérés limitativement par la section 14 de l'Acte. Dans un sens plus étroit au contraire, elle indique seulement les opérations pour lesquelles les Banques exercent leur initiative, c'est-à-dire les transactions sur les titres du gouvernement. C'est cette dernière acception qu'a confirmée l'usage comme étant d'emploi plus fréquent. En dehors des variations du taux de l'escompte ce sont en effet seulement par des achats ou des ventes de valeurs d'Etat que les Banques manifestent leur politique de crédit. Aussi, lorsque nous parlerons des opérations sur marché libre, au cours de ce chapitre désignerons-nous seulement des transactions de cette nature.

Les opérations sur les acceptations ne se prêtent pas, en effet, au même titre que les achats et les ventes de valeurs

du Gouvernement, au libre jeu d'une politique bancaire. Les Banques tout d'abord n'ont pas l'initiative des opérations : ainsi que nous l'avons déjà exposé, elles fixent un taux d'achat auquel elles achètent toutes les acceptations qu'on leur présente. Elles sont libres au contraire d'acheter des titres.

Dans ces conditions il n'est pas possible aux dirigeants du Système de manier le marché des acceptations à leur convenance. Lorsqu'en novembre 1929, les Banques de Réserve voulurent acheter des fonds sur le marché pour éliminer toute cause de tension, elles essayèrent d'acheter des acceptations. Leurs efforts ne furent pas couronnés de succès, car, parallèlement à leur demande, s'exerçait une demande encore plus forte du public. Elles n'auraient donc pu reconstituer leurs portefeuilles qu'en créant des conditions artificielles sur le marché. C'est pourquoi à la fin de novembre avec un volume encore de \$ 1.658.000.000 d'acceptations en circulation les Banques n'en avaient pour leur part que \$ 225.000.000. Dans ce domaine par conséquent la politique des Banques de Réserve est forcément entravée (1).

Ces opérations peuvent traduire deux catégories de transactions différentes de la part des Banques, les unes sont des transactions de courte durée portant sur des sommes relativement faibles et dont le but est d'égaliser les conditions du marché de la monnaie et par conséquent d'uniformiser les conditions du crédit dans le cours de l'année ; les autres, au contraire, sont des

(1) Cf. W. RANDOLPH BURGESS, *Review of the year, 1929* (*Review of Economic Statistic*, février 1930, p. 20).

opérations extrêmement importantes qui peuvent se poursuivre parfois plus d'une année durant et que l'on réalise dans l'intention de modifier dans un sens quelconque les conditions du marché bancaire à l'intérieur du pays. Leur réalisation coïncide généralement avec des modifications du taux de l'escompte. Ces deux dernières catégories d'opérations complètent ainsi le cycle de l'action du Système de Réserve Fédérale.

1^o Opérations sur le marché monétaire

On peut se représenter le marché de la monnaie comme une façon de vase clos relié à deux réservoirs ; l'un représente les transactions ordinaires, c'est-à-dire les transferts et retraits de monnaie ou de dépôts, les exportations et les importations d'or, les opérations des Banques comme agents du Trésor qui toutes augmentent ou diminuent les réserves des member banks ; l'autre représente le crédit des Banques de Réserve et ses opérations sont des achats ou des ventes de titres ou encore l'extension ou la restriction des avances aux member banks (mais sur ce dernier point l'initiative des Banques de Réserve ne s'exerce qu'indirectement). Ce que l'un de ces réservoirs prend au marché, l'autre doit le lui rendre et inversement sinon il se produira à l'intérieur du marché, soit une dépression par manque d'argent c'est-à-dire une élévation des taux, soit au contraire une suppression par excès de monnaie, c'est-à-dire une baisse du loyer de l'argent toutes choses que l'on veut également éviter.

La politique des Banques tend donc à faciliter le jeu de ce mécanisme de compensation ; pour une part d'ailleurs ce travail se fait presque automatiquement. Tout changement dans les réserves des Banques (ce qui correspond à une opération commerciale) a une répercussion sur les livres de la Banque de Réserve, c'est ainsi que le 30 octobre 1925, à New-York, on constate les opérations qui figurent au tableau ci-contre (1) :

Il y a donc une diminution du total des crédits de seulement \$ 2.000.000 pour la journée ce qui est relativement faible étant donnée l'importance des opérations ; l'accroissement du crédit de la Banque a presque compensé les pertes de monnaie sur le marché. Il faut d'ailleurs remarquer que c'est un peu par hasard que cette compensation s'est produite dans une même journée. Les Banques ne sont en effet tenues de réajuster leurs réserves qu'à la fin de chaque semaine. Si l'on prenait au contraire les opérations d'une semaine toute entière il y aurait presque une certitude que les chiffres de gains ou de perte se balançassent.

Dans ce cas particulier cependant, le réajustement de l'équilibre s'est fait d'une façon parfaitement automatique. La seule initiative que la Banque ait prise a été de vendre des titres du gouvernement — pour un chiffre assez faible d'ailleurs — contrecarrant ainsi la tendance naturelle à l'augmentation du total de son crédit. Le plus souvent au contraire, les Banques inter-

(1) Cité par W. RANDOLPH BURGESS, *op. cit.*, p. 158.

Opérations des member banks (1)

OPÉRATIONS COMMERCIALES ET COMME AGENTS DU TRÉSOR	PERTE NETTE	GAIN NET
Transferts télégraphiques	28	»
Comptes de chèques.	»	10
Billets de banque et monnaie . . .	11	»
Importation d'or	»	9
Comptes avec l'étranger	»	1
	39	20
NET	19	»

Opérations à la Banque de Réserve

CRÉDIT DE LA BANQUE DE RÉSERVE	PERTE NETTE	GAIN NET
Portefeuille d'acceptations	»	7
Portefeuille d'acceptations (sous conditions de revente).	»	2
Portefeuille de valeurs du Gouvernement	»	»
Portefeuille de valeurs du Gouvernement (sous conditions de revente)	3	»
Avances	»	11
	3	20
NET	»	17

(1) Chiffres donnés en millions de dollars.

viennent à bon escient et, par des achats ou des ventes de titres, rétablissent la situation. Nous empruntons à la « Monthly Review » de la Banque de Réserve Fédérale de New-York du 1^{er} avril 1927 l'exemple suivant qui exprime de la façon la plus heureuse la politique des Banques de Réserve en cette matière ; c'est le compte-rendu des opérations (1) pendant les journées trimestrielles de perception des impôts le 15 mars 1927 et les jours suivants :

« Les transactions du Trésor comprenaient pour l'en-
« semble du pays le remboursement de \$ 660.000.000 de
« bons du Trésor, la plus importante échéance depuis
« quelques années ; l'émission de deux nouvelles séries
« de « certificates of indebtness » l'une de \$ 170.000.000
« à 3 1/8 0/0 pour six mois et l'autre de \$ 314.000.000
« à 3 1/4 0/0 pour un an ; l'émission de \$ 1.355.000.000
« de bons du Trésor 3 1/2 0/0 amortissable en trois et
« cinq ans en échange des bons 4 1/4 0/0 d'un « Second
« converted liberty loan » ex-coupons du 15 mai 1927 ;
« le paiement de \$ 90.000.000 d'intérêts ; le retrait de
« \$ 192.000.000 d'argent que le gouvernement avait en
« dépôt dans les banques privées ; enfin la perception de
« \$ 500.000.000 d'impôts sur le revenu. Le mouvement
« total des fonds pour le gouvernement était donc
« dans la période du 15 mars largement supérieur à
« \$ 3.000.000.000. La plus grosse part de ces transac-
« tions et particulièrement la perception de l'impôt sur
« le revenu s'étendait sur plusieurs jours et couvrait

(1) Cité par W. RANDOLPH BURGESS, *op. cit.*, p. 99.

« l'ensemble du territoire. Le premier jour de la « Tax
 « period » le 15 du mois est toujours le plus chargé
 « cependant, et c'est toujours le cas dans des circons-
 « tances analogues, entre 1/3 et un 1/2 du total des
 « transactions prennent place à New-York. En consé-
 « quence le volume des opérations de la Banque de
 « Réserve de New-York le 15 mars fut l'un des plus
 « importants de son histoire financière. Le mouvement
 « total des fonds pour ce seul jour en comprenant à la
 « fois les opérations pour le compte du Trésor et les
 « opérations de banque ordinaires fut de près de
 « \$ 2.000.000.000. Ce total s'exprime ainsi qu'il suit.

Opérations fiscales

Rachat des bons.	\$	343.000.000	
Echange des bons .	\$	548.000.000	
Emission nouvelle.	\$	136.000.000	
Intérêts payés . . .	\$	32.000.000	
Impôts sur le re- venu	\$	8.000.000	
	\$	1.067.000.000	1.067.000.000

Opérations de banques

Règlements par chè-		
ques	\$	530.000.000
Transferts télégra-		
phiques	\$	243.000.000
Paievements en espè-		
ces.	\$	28.000.000
Nouveaux prêts aux		
member banks. .	\$	10.000.000
Remboursements		
aux member banks.	\$	75.000.000
	\$	886.000.000
		886.000.000
Au total . . .	\$	1.953.000.000

« Certaines de ces opérations du Trésor quoique
« très importantes en chiffres n'eurent pas d'effet sur
« le marché de la monnaie en dehors d'un léger brasse-
« ment des fonds. Elles ne se traduisirent ni par des
« gains ni par des pertes pour le marché. L'échange des
« Second liberty » 4 1/4 0/0 contre des Bons du Trésor
« 3 1/2 0/0 par exemple ne pouvait ni apporter de l'ar-
« gent au marché, ni au contraire en retirer ; de même
« l'émission de nouveaux certificats n'affected pas le
« marché de la monnaie puisque ces certificats étaient
« pour une grosse part payés par des crédits portés au
« compte du gouvernement sur les livres des banques qui
« avaient souscrit et qu'il n'y aurait pas de retrait de

« fonds jusqu'à ce que le Trésor, de temps en temps,
« ne fit appel à ces dépôts pour satisfaire ses besoins
« d'argent. Les opérations du Trésor qui exercèrent
« l'action la plus importante sur le marché furent le
« rachat des bons à échéance, le paiement des intérêts,
« les demandes d'argent aux banques de dépôts et la
« perception de l'impôt sur le revenu.

« Le premier effet des opérations du Trésor le 15 mars
« fut de verser sur le marché de la monnaie \$ 265.000.000
« de fonds. Le remboursement par le Trésor des bons à
« échéance et le paiement des intérêts étaient en effet
« immédiatement exigibles alors que, au contraire, la
« perception de l'impôt sur le revenu devait s'étendre
« sur plusieurs jours (le Trésor obtint l'argent nécessaire
« pour faire face à ce large excédent de paiements en
« vendant à la Banque de Réserve de New-York un
« one day certificate of indebtness » qui fut renouvelé
« pendant quelques-uns des jours suivants pour un
« montant progressivement plus faible). Le problème
« du marché de la monnaie en ce qui concernait la Ban-
« que de Réserve de New-York était d'empêcher que
« cette abondance d'argent le 15 mars ne troubla le
« marché. L'excès d'argent mis en circulation de la sorte
« par le Trésor fut absorbé de la façon suivante :

« 1° Les member banks à New-York laissèrent leurs
« réserves à un chiffre inférieur à la limite légale pen-
« dant les journées qui précédèrent le 15 mars de façon
« qu'elles arrivassent à ce jour avec un déficit accumulé
« de \$ 85.000.000 ;

« 2° Le 15 mars, les banques remboursèrent leurs

« avances à la Banque de Réserve pour un montant
« de \$ 65.000.000 ;

« 3° Le total des crédits de la Banque de Réserve
« fut réduit de \$ 18.000.000 par suite de la diminution
« du portefeuille d'acceptations et de valeurs du gouver-
« nement achetées sous conditions de revente ;

« 4° La Banque de Réserve fit une vente temporaire
« de \$ 60.000.000 de valeurs du gouvernement à plu-
« sieurs member banks ;

« 5° \$ 25.000.000 de valeurs du portefeuille des
« Banques qui tombaient à échéance ne furent pas rem-
« placées jusqu'à la semaine suivante.

« Grâce à ces différents procédés la plus grosse part
« des \$ 265.000.000 en excès fut retirée du marché et
« en conséquence, il n'y eut pas de trop considérables
« excédents de fonds sur le marché. Le taux de l'argent
« (au stock exchange) tomba au-dessous de 4 0/0 le
« 4 mars pour quelques heures seulement ; le 17 et
« le 18 au fur et à mesure qu'était payé l'impôt sur le
« revenu, les member banks revendirent à la Banque
« de Réserve, les valeurs qu'elles avaient achetées et le
« 18 mars, elles furent dans l'obligation d'emprunter
« \$ 117.000.000 à la Banque pour pouvoir compléter
« leurs réserves. Ainsi, les conditions de la monnaie se
« trouvèrent maintenues à un niveau stable pendant
« toute la semaine.

« La vente temporaire de valeurs du gouvernement
« aux member banks par la Banque de Réserve fut
« particulièrement intéressante car elle prit en cette oc-
« casion une forme nouvelle. De telles opérations avaient

« souvent été réalisées dans le passé aux périodes de
« perception des impôts pour éviter une trop grande
« abondance de monnaie mais on avait vendu alors des
« valeurs au compte « opérations sur le marché libre »
« du Système lesquelles valeurs sont conservées par la
« Banque de New-York. La vente, pendant cette
« période de mars, au contraire, prit la forme d'une
« vente de participations dans les « special one day
« certificates of indebtedness » que le Trésor avait délivré
« à la Banque de Réserve de New-York pour couvrir les
« fonds qu'il lui avait empruntés (1).

2^o Opérations sur le marché des crédits

Le mécanisme de l'action d'une Banque Centrale le marché libre est connu depuis longtemps. La Banque d'Angleterre se sert de ces transactions pour faciliter sa politique d'escompte. Si en effet par suite d'une trop grande différence entre le taux officiel et le taux du marché — en raison, par exemple, d'une situation particulièrement aisée des établissements de crédit — l'action du taux de la Banque reste sans effet, les ventes de titres sur la place, en réduisant les disponibilités peuvent obliger les banques à emprunter et à payer le taux officiel. Des achats de titres, inversement procurent au marché des ressources nouvelles et amènent une réduction du taux de l'argent.

Les dirigeants du Board ont longtemps paru ignorer ce

(1) Cité par W. RANDOLPH BURGESS, *op. cit.*, p. 99 et suiv.

précédent. Pendant les premières années du fonctionnement du Système, les Banques ont réalisé des achats de titres sur le marché non pour exercer une action bancaire quelconque mais bien pour effectuer des placements et compenser ainsi l'insuffisance des demandes d'escompte. Pendant les années de guerre, et la période qui précéda la crise de 1920, le placement des emprunts, le développement croissant du réescompte des Banques non affiliées assurèrent aux Banques de Réserve avec une activité considérable, des bénéfices substantiels.

Les années 1921 et 1922, furent marquées par des phénomènes de déflation et de baisse des prix. La demande de réescompte diminua considérablement, les fonds de réserve restaient sans emploi, les bénéfices des Banques baissaient.

Pour suppléer à cette insuffisance de l'actif productif on décida dans le cours de 1922, d'acheter des titres sur le marché libre.

Il en résulta deux conséquences que l'on ne prévoyait pas. Les banques adhérentes vendeuses, avec l'argent encaissé, virent leurs réserves croître ; elles purent augmenter leurs avances dans des proportions beaucoup plus fortes. Il y eut donc inflation de crédit et, par conséquent hausse des prix. Mais la hausse du taux de l'escompte qui va généralement de pair avec ce dernier phénomène ne se produisit pas ; car cette élévation des prix avait justement pour cause un élargissement des facilités et de crédit.

Cette expérience donna aux dirigeants du Système l'idée de vendre des titres pour restreindre le crédit

et au contraire d'en acheter pour élargir les disponibilités du marché (1). Ils eurent d'autant moins de mérite à adopter une telle politique, qu'ils s'aperçurent bientôt qu'il était illusoire de vouloir par des achats et des ventes sur le marché libre, changer le montant de leur actif productif.

On pouvait supposer en effet, que l'achat des titres par les Banques se traduirait par un accroissement de crédit. Mais en réalité, le phénomène suivant se produisait : les Banques paient les valeurs achetées en fonds de Réserve ; les vendeurs les déposent à leur compte dans une member banks qui s'en sert à son tour pour en faire créditer son compte à la Banque de Réserve. Des ventes de titres inversement produisent un accroissement des comptes débiteurs des banques adhérentes. Il apparaît ainsi que le montant du réescompte et celui du portefeuille de titres des Banques de Réserve varient en sens inverse de telle façon que le total de l'actif productif des Banques de Réserve reste à peu près constant (2).

Ce phénomène repose beaucoup sur le désir qu'ont les banques adhérentes, de rembourser la Banque de Réserve aussitôt qu'elles le peuvent. Il arrive cependant parfois (cela s'est produit en 1924) que les member banks ne soient pas débitrices.

L'exemple suivant illustre assez bien le jeu de ce mécanisme de compensation. Lorsque au début de 1923 les Banques vendirent des titres, le réescompte augmenta ; à l'automne au contraire, les achats de titres

(1) Cf. GERMAIN MARTIN, *Cours de doctorat*, 1927, 1928.

(2) Voir graphique page 100.

produisirent une diminution du réescompte. Pendant plus d'une année, de février 1922 jusqu'au milieu de 1923 le total du Crédit de douze Banques est resté presque en permanence de \$ 1.200.000.000 variant seulement de \$ 1.000.000.000 à \$ 1.350.000.000. Or pendant cette même période le total du réescompte variait de \$ 1.000.000.000 à \$ 400.000.000 et le montant du portefeuille de titres de \$ 225.000.000 à \$ 600.000.000 (1).

Ce jeu de compensation d'ailleurs ne fonctionne pas pour chaque Banque isolément. En fait comme la plupart des opérations sur le marché libre, s'effectue à New-York, c'est tout particulièrement le bilan de la Banque de cette ville qui reflète les variations correspondantes des effets au réescompte.

Le mécanisme de l'action des opérations sur le marché libre

Aussi la théorie des opérations sur le marché libre reste-t-elle pour une part purement du domaine de la théorie. Si cependant nous éliminons le facteur réescompte, la suite de phénomènes produite par la vente de titres est la suivante (2) :

1^o Vente de titres ;

2^o Ces valeurs sont achetées par le public et payées par des chèques tirés sur une banque adhérente (qui est par conséquent en compte avec la Banque de Réserve, qui a vendu les titres) ;

(1) Cf. *Federal Reserve Bulletin*, mai 1923.

(2) Cf. JOSEPH STAGG LAWRENCE, *op. cit.*, p. 224.

3^o La Banque de Réserve au reçu des chèques débite le compte des banques adhérentes de leur montant ;

4^o Le pouvoir de prêt de ces dernières est réduit non du montant de ces chèques, mais de plus de dix fois ce chiffre ;

5^o Les member banks doivent donc diminuer leurs engagements, refuser de nouveaux prêts, et augmenter leur taux d'intérêt ;

6^o Il en résulte une réduction du volume du crédit, un ralentissement des affaires ; les prix baissent.

Il y a là un cycle complet qui conduit à l'action désirée sur la production et sur les prix. En raison même des modifications du total du réescompte, nous savons que cette action perd une grande partie de son efficacité. Il faudrait modifier le 4^o, et dire : « Les member banks réescomptent une partie de leurs effets à la Banque de Réserve et cherchent dans une certaine mesure à réduire leurs engagements : il peut donc se produire une légère tension sur le marché des crédits ».

Ces opérations facilitent considérablement le manie-
ment du taux de l'escompte en temps qu'instrument de
politique bancaire, d'une part en raison de cette tension,
mais surtout parce que : « Les opérations sur le marché
libre servent à augmenter ou diminuer le montant du
papier soumis au taux d'escompte » (1).

Si donc une opération sur le marché ne peut amener
immédiatement une réduction du crédit, elle oblige les

(1) W. RANDOLPH BURGESS, *op. cit.*, p. 215.

member banks à emprunter et rend plus sensible une élévation éventuelle du taux de l'escompte.

Les dirigeants du Système ont officiellement reconnu l'influence que peuvent avoir ces opérations sur le marché libre et sur les conditions du crédit lorsque, en mars 1928, dans la conférence des gouverneurs des banques et des membres du Board ils ont déclaré que : « Le temps, les conditions, la nature et le volume des « opérations sur le marché libre effectuées par les Banques « de Réserve doivent être choisis en prenant tout « d'abord en considération les besoins des affaires et du « commerce et l'effet de ces achats et de ventes sur la « situation du crédit » (1).

Voici un bon exemple de la politique des opérations

(1) Nous croyons bon de reproduire ici une partie d'un rapport présenté par W. RANDOLPH BURGESS à l' « American Acceptance Council » et que cite E. MIREAUT dans son article de la *Revue Politique et Parlementaire*. « On a tiré, dit-il, beaucoup de conclusions erronées en ce qui concerne les motifs de ces opérations. La plus courante est que cette action fut entreprise pour aider l'Europe ; une autre veut que le « Reserve System » ait pour dessein de stabiliser les prix des marchandises, une troisième qu'il cherche à encourager ou à décourager la spéculation. Une des erreurs auxquelles l'esprit humain est enclin est une simplification excessive des mobiles d'autrui. Chacun de nous sait par sa propre expérience que ses décisions résultent de l'évaluation de toute une série de facteurs. Une opinion aussi simpliste que celle d'après laquelle nous aurions acheté des titres en 1927 pour aider l'Europe donne un tableau tout à fait faux de l'action de la Réserve Fédérale. La décision d'acheter ou de vendre des titres n'a jamais été prise qu'après un sérieux examen de tous les faits et de toutes les conditions tant intérieures qu'extérieures. Il est donc difficile, sinon impossible de décrire en peu de mots les facteurs qui ont déterminé les opérations sur le marché libre.

« Il est possible cependant à leur sujet de résumer quelques brèves considérations. A mon avis, le fait le plus important est que les achats de titres ont toujours eu lieu à des époques où l'on constatait aux Etats-Unis un certain recul des affaires, donc à des périodes où l'on pouvait penser qu'un supplément de crédit servirait de stimulant. Il en fut ainsi

sur le marché libre telle qu'elle est comprise par les Banques. Au début de janvier 1928 on décida d'accroître les taux d'escompte dans les diverses Banques. A la fin de 1927 le portefeuille de valeurs des Banques était de \$ 616.000.000. Dès le 31 janvier ce chiffre tomba à \$ 433.000.000, et à la fin d'août le total de ce portefeuille n'était plus que \$ 208.000.000. Ces ventes de titres se poursuivirent jusqu'au printemps de 1929. Le 24 avril les Banques n'avaient plus en leur possession que \$ 149.782.000 chiffre remarquablement faible. Ces opéra-

au début de 1922, au printemps et à l'été de 1924, au printemps de 1926 et à la fin de l'été de 1927.

« En sens contraire, des ventes de titres se sont toujours produites à des époques où les affaires étaient actives et où l'augmentation de volume du crédit aurait simplement servi à stimuler la spéculation, à gonfler les prix, à développer trop vite l'appareil de production. Il en fut ainsi au printemps de 1923, au printemps de 1925, à l'été de 1926 et au printemps de 1928.

« Notre pays a prêté grande attention ces dernières années à la discussion des méthodes pouvant mettre fin aux changements cycliques des affaires. On a discuté tout récemment une proposition demandant au gouvernement d'organiser un fonds de réserve qui serait employé à entreprendre des constructions neuves à des périodes où le cycle des affaires est à son point le plus bas. Le volume et le prix du crédit d'autre part influent grandement sur l'évolution du cycle des affaires. En général, l'argent facile tend à stimuler les affaires et l'argent cher tend à les restreindre. Un programme de crédit qui procurerait de l'argent bon marché quand les affaires déclinent et élèverait le prix de l'argent quand le cycle tend vers son point culminant diminuerait certainement l'amplitude des variations et favoriserait le développement d'une prospérité plus ferme et plus solide. Les opérations de la Réserve Fédérale sur le marché libre depuis 1922 se sont précisément conformées à ce principe. Il n'y a pas moyen de prouver avec précision les effets de ces opérations sur l'ensemble du crédit et des affaires, mais je crois qu'elles ont aidé à empêcher les reculs de devenir des dépressions et les périodes de prospérité à dégénérer en booms.

« En même temps que leurs effets sur les affaires nationales, on peut considérer leur effet sur la situation financière du monde. Les exemples les plus remarquables, nous les trouverions en 1924 et en 1927. A ces

tions avaient évidemment pour but d'obliger les member banks à emprunter auprès des Banques de Réserve pour rétablir leurs réserves et les obliger ainsi à payer des taux d'escompte plus élevés (1).

Principes de cette action

Des règles assez précises président à l'élaboration de cette politique d'opérations sur le marché libre. Le retour de circonstances analogues amène de la part des Banques une action similaire. De 1922 à 1926 les opérations effectuées peuvent se résumer ainsi :

Janvier 1922, mai 1922 : Achat. . .	\$ 400.000.000
Juin 1922, juillet 1923 : Vente. . .	\$ 525.000.000
Décembre 1923, septembre 1924 :	
Achat.	\$ 510.000.000
Novembre 1924, mars 1925 : Vente. . .	\$ 260.000.000
Avril 1926 : Achat.	\$ 65.000.000
Août 1926, septembre 1926 : Vente. . .	\$ 75.000.000

deux dates on eût des raisons de croire que l'argent plus facile aux Etats-Unis aiderait le monde à retrouver la stabilité monétaire et commerciale. Il est évident que notre pays est immédiatement affecté par l'état des finances et du commerce mondiaux. En 1924, comme en 1927, le recul du commerce national coïncide avec un besoin mondial de crédit facile. Je crois que les opérations entreprises dans ces deux occasions furent les deux meilleures réalisations de la Réserve Fédérale. L'action entreprise en 1924 fut promptement suivie par une reprise rapide des affaires nationales et au printemps de l'année suivante par le retour de la Grande-Bretagne au gold standard. L'action entreprise en 1927 fut à nouveau suivie dans le pays par une rapide reprise des affaires et sur le plan international par une amélioration de la situation financière du monde. L'action entreprise en ces deux occasions encouragea sans doute la spéculation sur les valeurs de bourse, mais je crois que les bons résultats obtenus surpassèrent de beaucoup les inconvénients ».

(1) Cf. JOSEPH STAGG LAWRENCE, *op. cit.*, p. 11.

Les achats effectués en 1922 ont eu lieu au moment où malgré une baisse des cours des produits agricoles, une légère reprise de l'activité productrice se dessinait. Les importations d'or qui ont eu lieu en ce moment permirent aux banques de réduire leurs engagements et rendirent les conditions du marché de l'argent plus faciles. Une période d'affaires prospère suivit : pour refréner ce mouvement de hausse jugé dangereux et éviter une crise possible de surproduction, les Banques vendirent des titres du milieu de 1922 à juillet 1923 tout en augmentant leur taux d'escompte.

Les achats de titres pendant l'année 1924 au contraire, eurent lieu dans une période d'affaires calmes et de baisse des prix ; on voulait en outre en élargissant le marché du crédit faciliter à certaines nations européennes le retour à l'étalon or. De novembre 1924 à mars 1925, ce fut pour combattre une activité trop grande des affaires, une spéculation trop active et une hausse excessive des prix que les Banques avec une élévation du taux de l'escompte vendirent des titres sur le marché.

On pourrait continuer ainsi cette étude et l'on trouverait que très généralement les Banques effectuèrent des achats de titres quand les affaires étaient calmes, les prix baissaient et aussi quand une crise de pessimisme frappait le monde de la production.

Ces opérations sur le marché libre apparaissent donc comme un élément indispensable au bon fonctionnement du Système, on peut cependant en critiquer, sinon le principe, du moins l'application : « La politique des opérations sur le marché libre est dirigée par un

« comité de cinq membres. Il est en grande partie
« influencé par l'opinion des dirigeants de la Banque de
« New-York car c'est sur le marché de New-York qu'il
« effectue la plupart de ses opérations. Dans ces condi-
« tions il faut qu'il y ait accord entre le comité et le
« Board et il faut en outre prendre en considération le
« souci qu'a le Trésor d'obtenir pour ses bons le taux
« d'intérêt le plus élevé possible. Il y a ainsi divers
« groupes qui doivent se mettre d'accord avant qu'une
« décision ne soit prise ; il en résulte des hésitations à
« moins que le cas ne soit évident. Quand il en est ainsi,
« c'est probablement que toute décision a été différée
« et les conséquences peuvent apparaître si graves qu'il
« s'ajoute alors au premier un nouveau retard » (1).
Cette critique sans doute justifiée ne porte d'ailleurs en
aucune façon atteinte au principe même des opérations
sur le marché libre.

(1) SPRAGUE, *Hearings on stabilization. House committee on banking and currency*, 70^e congress, 1^{re} session, H. R. 11806, 19 mars-29 mai 1928.

CHAPITRE VII

La crise de 1929

Dans un travail consacré à l'étude de la politique des Banques de Réserve, il nous est impossible de négliger la crise de 1929. Celle-ci en effet, de par ses causes financières, tire son origine d'un domaine où l'action des Banques devrait, en théorie, s'exercer avec une grande efficacité. Les phénomènes qui ont amené l'effondrement du marché des valeurs et la période de dépression actuelle nous intéressent donc particulièrement, car de leur étude il est possible de déduire l'étendue et les limites actuelles de l'action du Système sur le développement bancaire du pays.

Historique

La période de spéculation à la bourse des valeurs qui devait amener la crise actuelle ne commença à se développer vraiment qu'au cours de l'année 1927. A cette époque le total des prêts sur titres des « reporting member banks » s'accroît de \$ 900.000.000 (1) soit 15,8 0/0 (dans le même temps le total des prêts et placements ne monte que de 8,4 0/0). Le taux de l'intérêt pendant l'année 1927 reste très bas car le ralentissement des affaires et les difficultés de crédit en Europe imposent aux Banques de Réserve une politique d'aisance moné-

(1) Cf. 14^e *Annual Report of the Federal Reserve Bank* (année 1927).

taire. L'argent est facile et la spéculation s'exerce d'autant plus volontiers à la Bourse que les cours ne cessent de monter.

Au cours de l'année 1928, une situation quelque peu différente devait inciter les Banques à prendre certaines mesures restrictives. Entre mai 1927 et juin 1928, les exportations d'or atteignirent \$ 580.000.000. Les banques adhérentes durent, pour satisfaire les besoins d'une industrie particulièrement florissante, faire un appel plus large au crédit des Banques de Réserve. On constata alors une augmentation simultanée du portefeuille d'effets de ces Banques et de leurs achats de titres. Cet appel au crédit qui devait produire une certaine tension sur le marché monétaire facilitait par ailleurs l'action des Banques. Celles-ci, redoutant une crise possible, exercèrent leur action modératrice d'une part en vendant des titres sur le marché, pendant toute la première moitié de l'année 1928 (les disponibilités en valeur du gouvernement tombèrent de \$ 600.000.000 en janvier à \$ 250.000.000 en juin pour rester stationnaires par la suite) (1) et en procédant d'autre part à des élévations successives du taux d'escompte. Les taux qui, au début de l'année, se tenaient à 3 1/2 0/0 étaient uniformément à la fin de juillet de 4 1/2 0/0. Le 11 juillet, la Banque de Chicago releva son taux d'escompte à 5 0/0 et le 1^{er} août, sept autres Banques avaient suivi son exemple (2).

(1) Cf. 15^e *Annual Report of the Federal Reserve Board* (1928).

(2) Cf. *Review of the third quarter of the year (Review of Economic Statistic*, novembre 1928).

Les Banques malheureusement n'osèrent pas poursuivre cette politique de restriction des crédits. Redoutant d'entraver le développement d'une industrie florissante elles accordèrent des taux préférentiels pour l'achat des acceptations. « Les faveurs accordées au marché des acceptations à la fin de l'hiver et au début du printemps de 1928 neutralisèrent en partie les manifestations les plus évidentes de la politique des Banques de Réserve : vente de titres et augmentation du taux de l'escompte » (1) c'est ainsi que pendant la période qui va du début d'août à la fin de l'année le portefeuille des Banques passa de \$ 178.000.000 à \$ 483.000.000 alors que le réescompte qui s'était accru de \$ 165.000.000 en janvier à \$ 1.100.000.000 en juin restait stationnaire. On envisageait cependant la possibilité d'une nouvelle hausse du taux de l'escompte. L'opposition des Banques des districts agricoles (Dallas et Chicago) qui désiraient favoriser l'écoulement d'une récolte particulièrement abondante fit échouer ce projet.

Des achats de titres — en vérité de peu d'importance — au cours du mois de septembre marquèrent l'abandon provisoire de cette politique d'argent cher.

Il n'est pas étonnant dans ces conditions que les brokers'loans et les prêts sur titres n'aient cessé de croître. A la fin de 1928 les prêts sur titres des member banks étaient de \$ 6.945.000.000 contre \$ 6.384.000.000 un an avant (2). Ainsi tous les efforts effectués par les

(1) *Review of the year 1928 (Review of Economic Statistic, février 1929, p. 10).*

(2) *Ibidem, p. 13.*

Banques pour limiter l'expansion du crédit étaient en grande partie perdus.

C'est au cours de cette année 1928 d'ailleurs que l'on put constater la première grande augmentation des brokers'loans. Leur total en décembre 1927 était de \$: 3.600.000.000; un an après ils atteignaient \$ 5.000.000.000 200.000.000 ce qui représente une augmentation de 44 0/0. Sur ce chiffre les prêts pour le compte « des autres », c'est-à-dire de particuliers ou d'entreprises privées avaient passé de \$ 1.000.000.000 à \$ 2.300.000.000 représentant ainsi la plus grosse part de cette augmentation.

Si les efforts des Banques ne sont pas parvenus à enrayer la spéculation, ils ont du moins amené une élévation très sensible des taux sur le marché monétaire. Le taux du papier commercial de première qualité passe de juin à août de 4,74 0/0 à 5,25 0/0 et reste stationnaire en septembre (en septembre 1927 il était de 3,88 seulement). Le taux moyen de l'argent à terme qui en juin était de 5,67 0/0 monta en septembre à 6,95 0/0 (pour 4,16 0/0 un an avant). Le taux moyen des reports enfin atteignit 7,31 0/0 en septembre après avoir été 3,88 0/0 un an avant et de 6,19 0/0 en juin de la même année (1).

Le taux des prêts sur titres s'accrut dans des proportions encore plus fortes, il passa pour les prêts au jour le jour de 4,38 à 8,60 0/0 entre décembre 1927 et décembre

(1) Cf. *Review of the third quarter of the year (Review of Economic Statistics, novembre 1928).*

1928 et de 4-4 3/4 0/0 à 7-7 3/4 0/0 pour les prêts à termes (1).

Au début de 1929, la situation était inquiétante; d'après les indices Barron, les valeurs de chemin de fer ont monté entre janvier et décembre 1928 de 154,38 à 187,25 et les valeurs industrielles de 202,9 à 467,25. Dow-Jones trouve des variations analogues quoique moins marquées (2).

La hausse des cours et l'accroissement continu du chiffre des capitaux investis dans des emplois spéculatifs obligèrent les Banques de Réserve à prendre des mesures.

Mais les autorités bancaires voulurent éviter encore la possibilité d'une tension dangereuse sur le marché des crédits dans l'espoir d'arrêter la spéculation sans pour cela rendre une crise inévitable. Ils se contentèrent de publier une série d'avis et de déclarations dans lesquels ils exprimaient leurs oppositions à l'emploi du crédit des Banques de Réserve pour soutenir la spéculation et prévenaient le public contre les abus de cette dernière. La première est la plus importante de ces manifestations est la lettre du 2 février adressée par le Board aux Banques (3).

Simultanément les Banques relevaient le prix d'achat de leurs acceptations. A New-York des élévations successives le 21 janvier, le 15 février, le 21 mars et le 25 mai

(1) Cf. 15^e *Annual Report of the Federal Reserve Board* (1928).

(2) Cf. *Federal Reserve Bulletin*, janvier 1929.

(3) On trouvera une liste de ces avertissements dans l'ouvrage déjà cité de FILIPPI, p. 130.

Pour le texte de cette lettre, voir ci-dessus, page 93.

portèrent ce taux à 5 3/4 0/0 (1). Le portefeuille d'acceptations des Banques décroît ; la spéculation n'en continue pas moins à s'exercer avec une vigueur accrue.

Les brokers'loans en février atteignaient \$ 5 milliards 555 millions dont \$ 2.650.000.000 pour le compte des autres contre \$ 3.119.000.000 et \$ 608.000.000 trois ans auparavant. Cette progression se poursuit par la suite : le 21 du mois suivant leurs montants étaient \$ 5 milliards 793 millions contre \$ 3.799.000.000 en mars 1928.

Dans ce début de l'année 1929 une seule élévation du taux de l'escompte eût lieu : le 2 mars la Banque de Dallas releva son taux de 4 1/2 à 5 0/0, en fait cette décision doit être considérée comme ayant le sens d'un avertissement. Elle n'était pas destinée dans l'esprit des dirigeants du Système à avoir une action effective ; le chiffre de réescompte de la Banque de Dallas est très faible et le seul effet escompté était un effet psychologique.

Il était d'ailleurs difficile aux Banques de restreindre délibérément les facilités de crédit accordées à la Nation. L'opinion publique y était opposée, et des hommes dont la compétence ne saurait être mise en doute, conseillaient une politique d'abstention.

A la veille de la crise Mr Mac Fadden déclarait « Gêner « l'industrie simplement pour arrêter la spéculation sur « les valeurs mobilières, me semble être une mesure « d'effet incertain et injuste pour l'homme d'affaires et

(1) Cf. *Review of the first quarter of the year (Review of Economic Statistics, mai 1929)*.

« le travailleur. Cette suggestion (relever les taux « d'escompte) pourrait bien être le résultat d'une tentative avortée pour restreindre la spéculation et l'activité boursière par une politique bancaire appropriée ». (Applaudissements) (1).

A l'intérieur même du Système les opinions étaient partagées. Les Banques et tout particulièrement celle de New-York désiraient effectuer une élévation de leurs taux. Le Board s'y opposait, prédisait une crise imminente et prodiguait ses avertissements. Pendant ce temps le Secrétaire du Trésor qui est d'office membre du Board, annonçait une prospérité « inébranlée et inébranlable » (unbroken and unbreakable) (2).

Le 26 mars cependant une crise faillit se produire ; la panique fut évitée grâce à l'intervention de Mr Charles E. Mitchell chairmann de la Nationale City Bank de New-York qui mit \$ 100.000.000 sur le marché à un taux élevé d'ailleurs (3).

Le total du crédit accordé par les Banques de Réserve tend à décroître. Voici entre janvier et juillet les principaux changements qui affectent leur actif productif (4).

(1) Discussions à la Chambre des représentants du 7 février 1929.

(2) Cf. OSCAR MORGENSTERN, *Developments in the Federal Reserve System* (Harvard Business Review, octobre 1930).

(3) Cf. IRVING FISHER, *The stock market crash and after*, New-York, 1930, p. 13.

(4) W. RANDOLPH BURGESS, *The money market 1929*, *Review Economic Statistic*, février 1930.

Changement de portefeuille des Banques
(en millions de \$)

	JANVIER	JUILLET	CHANGEMENT
Acceptations	473	75	— 398
Valeurs du Gouverne- nement	229	147	— 82
Escomptes	259	1096	+ 237

Le léger ralentissement, qui s'est manifesté dans le total des prêts aux brokers au printemps, n'est que de courte durée. Voici la progression du chiffre des brokers'loans des banques affiliées en 1928 et 1929 (en millions de dollars moyenne du mois) (1).

	1928	1929
Janvier.	3.802	5.408
Février.	3.784	5.555
Mars	3.761	5.679
Avril.	4.062	5.477
Mai	4.414	5.491
Juin	4.360	5.382
Juillet	4.232	5.841
Août.	4.239	6.068
Septembre	4.417	6.569
Octobre.	4.701	6.498
Novembre	5.102	4.023
Décembre.	5.193	3.391

(1) *Information*, 2 octobre 1929.

Ce fut le 9 août que la Banque de New-York se décida à porter son taux d'escompte de 5 à 6 0/0. Cette décision était attendue depuis longtemps. Dès le 21 mai l'« Advisory Council » avait fortement conseillé aux banques d'effectuer cette élévation.

Les dirigeants d'ailleurs n'osèrent pas laisser à cette opération toute sa portée ; ainsi que nous l'avons déjà vu (1) ils opposèrent à cette mesure une baisse assez sensible (de 5 3/4 à 5 1/8 0/0) du taux d'achat des acceptations. Une telle prudence pouvait sembler excessive.

Que ce soit pour cette raison ou pour une autre la spéculation ne se ralentit pas immédiatement. Chacun était convaincu qu'une « ère nouvelle » était née, les prêts aux brokers continuèrent à croître : l'argent se faisait chaque jour plus rare ; les taux à New-York continuèrent à monter.

Taux de l'argent à New-York (moyenne du mois)

	1 ^{er} janvier	Septembre
Papier commercial.	5 1/4 5 1/2	6 1/4
Acceptations à 90 jours. . . .	4 1/2	5 1/8
Prêts à termes.	7 3/4	9 1/4
Reports	7,05	8 1/2

La crise se produisit au milieu d'octobre. Les dirigeants du Système et les banques de New-York qui en prévoyaient la venue depuis longtemps déjà n'avaient pas pu l'empêcher.

(1) Cf. *supra*, p. 144.

Les causes de la crise

La persistance de cette crise, la gravité des troubles économiques et financiers qu'elle a engendrés constituent aujourd'hui aux yeux des adversaires du Système des charges graves contre la politique des Banques de Réserve Fédérales. Il ne nous semble pas cependant que la responsabilité de leurs dirigeants soit aussi gravement engagée que certains veulent bien le dire. Sans doute ont-ils commis des erreurs ; mais ils étaient, dans une certaine mesure, excusables. Leur abstention bien souvent tenait moins d'une incapacité à prévoir les événements que de l'impossibilité légale où ils se trouvaient d'agir. Quand bien même enfin ils auraient pu exercer librement leur pouvoir, nous ne croyons pas qu'en ce domaine ils aient pu faire autre chose que de retarder ou de précipiter la naissance d'une crise inévitable et non d'en restreindre l'ampleur.

Temporisation des Banques

Les hésitations qui ont marqué le développement de la politique des Banques de Réserve dans les années 1927 et 1928 ont vraisemblablement contribué à rendre la crise plus grave lorsqu'elle se produisit. Dès cette époque en effet il était possible de prévoir les dangers d'une spéculation excessive et il n'est pas douteux que des mesures de restriction du crédit au cours des années 1927 et 1928 auraient pu sinon éviter la crise du moins lui laisser une marge de déflation moindre. Mais : « La

« politique du Système au cours des deux années en question peut être caractérisée comme le résultat de deux tendances contradictoires, d'une part le désir de voir l'orgie de spéculation cesser et d'autre part la crainte de s'y attaquer directement de peur que les affaires n'en souffrent ou que le Système soit accusé d'intervenir dans les transactions du marché des valeurs lesquelles, proclamait-on, ne venaient pas au terme de l'Acte de Réserve Fédérale sous la surveillance directe ou le contrôle du Federal Reserve Board » (1).

C'est ainsi que peuvent s'expliquer ces décisions contradictoires du Board dont nous avons parlé ci-dessus, ces élévations du taux de l'escompte accompagnées de baisses du taux d'achat des acceptations, ces alternatives de période de facilités monétaires ou au contraire de restrictions.

Il aurait fallu à la tête du Board une autorité très forte et indépendante, susceptible d'imposer des mesures de rigueur. Mais les dirigeants du Système dans un pays où la politique exprime avant tout la volonté raisonnable ou non de la masse, et sans doute parce que eux-mêmes dépendent trop de la politique, ne sont guère susceptibles de braver l'opinion publique. « Dans un pays dont l'idéal est la richesse, tout effort susceptible de s'opposer à un état de fait grâce auquel les profits sont faciles et les gens heureux, est fortement ressenti.

(1) Paul M. WARBURG, *The Federal Reserve System its origin and growth*, New-York, 1930, tome I^{er}, p. 505.

« C'est une entreprise impopulaire à l'extrême que d'oser
« émettre une note discordante d'avertissement dans
« une atmosphère d'optimisme » (1).

On a vu la Banque de New-York poursuivie en justice
« pour avoir illégalement restreint le total du crédit
« disponible pour les placements... et arbitrairement et
« sans motif élevé le taux d'escompte... dans le but et
« avec l'effet de faire monter les taux d'intérêts en
« général et le taux de l'argent à vue à la Bourse de
« New-York en particulier » (2). On peut donc estimer
dans ces conditions que les Banques de Réserve ont fait
preuve de plus de courage qu'il n'apparaît, d'abord en
ayant, contre l'avis général, essayé de réduire les spéculations par des mesures, il est vrai hésitantes et d'avoir
par la suite prévenu le public avec autant de vigueur de
la venue imminente de la crise.

D'un point de vue purement technique cependant
certaines décisions paraissent fortement critiquables.
La persistance d'un taux d'escompte relativement faible
en particulier est difficile à justifier. Dans une période
en effet (printemps 1929) où le papier commercial de
première qualité à quatre-vingt-dix jours se négociait de
6 à 6 1/4 0/0 et où le Gouvernement empruntait à deux
ou trois mois à 5 1/8 0/0 net d'impôts (ce qui correspond
à 5,85 0/0 pour du papier commercial soumis à l'impôt),
quand le taux de l'argent à vue variait de 7 à 25 0/0 et
que les acceptations se vendaient 5 1/2 0/0, un taux

(1) Paul M. WARBURG, *op. cit.*, tome I^{er}, p. 73.

(2) *Ibidem.* tome I^{er}, p. 515.

d'escompte de 5 0/0 était absolument anormal (1). Ainsi les Banques de Réserve achetaient sur le marché libre les papiers les meilleurs à un taux de 5 1/2 0/0 ou même à un taux plus élevé pendant que du papier de moins bonne qualité présenté par le même vendeur au guichet de la Banque était obligatoirement pris par la Banque de Réserve à 5 0/0. C'était de la part des Banques faire preuve d'un désintéressement rare il est vrai, mais susceptible aussi en faussant les conditions du marché d'encourager la spéculation. Cependant il ne semble pas que ce retard apporté à rétablir le taux d'escompte à son niveau normal ait eu des conséquences graves, puisqu'ainsi nous allons le voir, le crédit qui a permis l'essor de la spéculation s'est développé en dehors du contrôle des Banques de Réserve.

Les opérations au Stock Exchange, dans les années qui ont précédé la crise, ont nécessité des ressources sans cesse croissantes. Le nombre des titres échangés augmentait de jour en jour ; comme les cours montaient, la valeur nominale des opérations effectuées à la Bourse s'accroissait dans des proportions encore plus fortes. C'est par l'intermédiaire des brokers'loans que la Bourse est parvenue à se procurer les fonds dont elle avait besoin. Le curieux parallélisme existant entre l'augmentation de ceux-ci et l'accroissement des opérations sur le marché des valeurs le montre bien.

(1) *Ibidem.* tome I^{er}, p. 506.

Les prêts aux brokers

Si donc les Banques de Réserve avaient pu contrôler le développement des prêts aux brokers il est vraisemblable que la crise aurait pu être évitée. Ces prêts s'effectuaient par l'intermédiaire des banques de la cité (New-York) presque toutes affiliées au Système. Leur montant n'a cessé de croître, jusqu'au moment de la crise. Il semblerait donc au premier abord que les dirigeants du Système, qui ont permis un tel développement, sont en grande partie responsables de la crise. Mais une étude plus approfondie montre que cet essor des prêts aux brokers s'est effectué en dehors du champ d'action des Banques de Réserve.

Le volume de ces prêts d'après les chiffres de la Bourse de New-York a atteint son maximum à la fin de 1929. Le tableau suivant montre la progression du total des brokers'loans :

Septembre 1926	\$ 3.218.000.000
Septembre 1927	\$ 3.214.000.000
Septembre 1928	\$ 5.513.000.000
Septembre 1929	\$ 8.542.000.000

En comparaison d'une augmentation aussi stupéfiante, la stabilité des prêts consentis par des banques adhérentes de New-York pour leur propre compte est vraiment remarquable :

Septembre 1926	\$ 1.010.000.000
Septembre 1927	\$ 1.092.000.000
Septembre 1928	\$ 850.000.000
Septembre 1929	\$ 1.024.000.000

Ainsi les Banques de New-York n'ont, en aucune façon, participé au développement des crédits qui permit l'expansion des prêts aux brokers ; elles ont donc collaboré efficacement à la politique des Banques de Réserve, à l'effet de réserver les ressources du pays aux besoins de l'industrie et non à ceux de la spéculation.

Les prêts accordés aux brokers pour le compte des banques de l'intérieur du pays (out of town banks) se sont accrus dans des proportions notables au cours de la période qui nous intéresse :

Septembre 1926	\$ 1.112.000.000
Septembre 1927	\$ 1.296.000.000
Septembre 1928	\$ 1.674.000.000
Septembre 1929	\$ 1.876.000.000

Les prêts pour le compte de ces Banques ont en quatre ans augmenté de 68,7 0/0, cette proportion peut paraître élevée. Il est bon de remarquer néanmoins que ces banques qui ne sont pas de New-York ont l'habitude de transférer leurs fonds dans cette ville lorsque le taux de l'argent y est plus cher que dans le reste du pays et au contraire de les retirer lorsque les taux locaux sont plus rémunérateurs. Cet accroissement des fonds prêtés sur le marché des valeurs paraît dans ces conditions assez

naturel et ne fait que traduire la disparité très nette qui existait entre le loyer de l'argent à la Bourse de New-York et le taux de l'intérêt dans le reste du pays. En fait il est, certes, remarquable que les prêts des banques de l'intérieur aient augmenté dans des proportions aussi fortes, mais il est beaucoup plus étonnant encore que ceux pour le compte des banques de New-York ne se soient pas accrus dans cette période de quatre ans.

Ce sont les prêts « pour le compte des autres » qui ont permis aux brokers'loans de se développer. Ces prêts sont ceux accordés par les particuliers et les entreprises privées qui désirent placer leur argent à court terme. On a vu souvent des Sociétés émettre des obligations et des actions sur le marché et, avec le produit des souscriptions prêter par l'intermédiaire des banques, de l'argent aux personnes même qui venaient d'acheter leurs titres. La persistance d'un loyer relativement bas pour les dépôts à longue échéance dans les banques en décourageant les capitalistes fournissaient à la Bourse une clientèle nouvelle. Les capitaux prêtés dans ces conditions étaient des capitaux privés et leur propriétaire pouvait en disposer comme il l'entendait. Seuls les taux très élevés à la Bourse les attiraient ; cette attraction n'a cessé de croître comme la crise s'approchait :

Septembre 1926	\$ 691.000.000
Septembre 1927	\$ 918.000.000
Septembre 1928	\$ 2.001.000.000
Septembre 1929	\$ 3.860.000.000

L'augmentation totale du volume de ces prêts « pour le compte des autres » au cours de cette période de quatre ans est donc 458,6 0/0. Il représentait à la fin près de 60 0/0 de la totalité des crédits accordés à la Bourse.

La responsabilité des Banques de Réserve Fédérales dans cet accroissement des prêts aux brokers apparaît donc bien faible. L'augmentation des prêts pour le compte des banques de New-York ou d'ailleurs ne fut en quatre ans que de 36,06 0/0. Ce chiffre est relativement éduité ; en tenant en outre compte de l'accroissement normal de crédit aux Etats-Unis (4 0/0 par an en moyenne), le total de ces prêts est en proportion à peine plus élevée en 1929 qu'en 1926. Cette légère augmentation même aurait pu, sans doute, être évitée si les banques étrangères à New-York avaient été aussi étroitement attachées au Système de Réserve, que les banques de cette ville ; mais, ainsi que nous l'avons déjà dit, une assez forte proportion de ces banques n'est pas affiliée au Système.

Les membres du Board d'ailleurs avaient de bonne heure envisagé les dangers de prêts à la Bourse. Par l'intermédiaire des Banques de Réserve, Mr. Young gouverneur du Federal Reserve Board déclarait, dès 1928, devant le Sénat : « Nous avons été chez le contrôleur, nous avons fait là une enquête, et nous avons trouvé qu'il n'y avait pas évidence du tout que les banques empruntassent aux Banques de Réserve pour simultanément prêter à vue à la Banque de New-York, sinon pour des périodes de très courte durée » (1).

(1) *Hearings on brokers' loans, Senate committee on banking and cur*

Les banques adhérant au Système se sont, par la suite, efforcées d'éviter toute inflation du crédit. Du 25 avril 1928 au 24 avril 1929 les réserves des member banks ont diminué de \$ 127.000.000. A la veille de la crise de 1920 entre le 21 décembre 1918 et le 26 décembre 1919 ces mêmes comptes de réserve s'étaient accrus de \$ 200.000.000 (1).

Si l'on veut bien admettre que dans une certaine limite le niveau des prix exprime les variations du total du crédit, on constate de même que le chiffre index des statistiques du « Bureau of Labor » qui était en février 1928, 96,4 se trouvait en février 1929, 95,7. Dans la période d'inflation qui a précédé la crise de 1920, on trouve des variations très sensibles ; cet indice passe de 202,2 en décembre 1918 à 203,4 en décembre 1919. De juin 1928 en juin 1929 les « prêts et placements » des member banks ont crû de 2 0/0 seulement, chiffre très inférieur à l'accroissement du volume des affaires dans le pays (2). A la veille même de la crise les Banques de New-York se trouvaient si peu engagées qu'elles possédaient des excédents de réserve.

Il apparaît difficile dans ces conditions de reprocher aux Banques de Réserve, comme on l'a fait parfois, d'avoir, par les facilités de crédits accordés, permis

rencey, 70^e Congrès, 1^{re} session, Senate, résolution 113, 9 et 20 février et 7 mars 1928, p. 385.

(1) Cf. JOSEPH STAGG LAWRENCE, *op. cit.*, p. 62.

(2) Les prêts et placements des « Reporting member banks » s'étaient accrus de 2,5 0/0 en 1926, 7,5 0/0 en 1927, 4,5 0/0 en 1928 ; ces chiffres en moyenne représentent un accroissement normal correspondant au développement économique du pays.

à la spéculation de se développer librement. D'une part en effet les banques adhérant au Système n'ont, que dans des proportions extrêmement faibles, participé directement à l'accroissement des fonds disponibles sur le marché des valeurs. Et d'autre part, la totalité des crédits des member banks n'a crû dans les années qui ont précédé la crise que de façon normale ; les dirigeants du Système n'ont donc pas fourni indirectement les fonds à la spéculation en permettant une inflation de crédit. Les member banks qui n'ont pas procuré des ressources à la spéculation n'ont pas permis non plus un accroissement de crédit qui aurait libéré les fonds employés ailleurs.

L'origine des crédits de spéculation

Il nous faut voir maintenant d'où venaient les crédits dont l'emploi permit à la Bourse de connaître une prospérité sans précédent.

Mr. Mireaux, dans un article de la *Revue politique et parlementaire* déjà cité (1), a mis en lumière d'une façon très remarquable le mécanisme par lequel le Stock Exchange s'est assuré des ressources sans cesse croissantes, sans que pour cela les demandes de crédit auprès des member banks augmentent de façon excessive.

Il constate tout d'abord certains phénomènes en apparence inexplicables ; comment dans une même pé-

(1) E. MIREAUX, *Le contrôle du crédit par le Federal Reserve Board* (*Revue politique et parlementaire*, 10 avril 1929, p. 97 et suiv.).

riode les crédits des member banks augmentent de 30 0/0 alors que leurs réserves s'accroissent de 11 0/0 seulement (cette expansion de crédit ne peut s'expliquer par une expansion des moyens monétaires, car, dans la période qui nous intéresse, on constate une diminution de la circulation) (1). Il s'étonne ensuite de découvrir que dans des circonstances particulièrement favorables la politique des Banques de Réserve se soit prouvée sans effet et que, malgré une hausse très sensible du taux de l'escompte, la totalité des crédits en usage ait continué à monter. C'est le développement des règlements par chèques qui, au dire de Mr. Mireaux, aurait permis cette rapide expansion des crédits, cause de la crise. A la monnaie légale représentée par des espèces métalliques ou des billets s'ajoute en effet une monnaie crédit, qui tire son origine d'ouvertures de crédit dans les Banques et, par conséquent, d'une augmentation fictive des comptes de dépôt. Les paiements sont effectués non plus par des transferts de fonds mais grâce aux chèques sous forme de virement. Cette monnaie crédit ne peut remplacer complètement la monnaie espèce et il existe une proportion arbitraire d'ailleurs entre la totalité par règlement de transfert d'espèces et l'ensemble des paiements par virement.

Or, au cours de ces dernières années, l'emploi du chèque s'est développé dans des proportions considérables aux Etats-Unis. La création du « par collection system » a institué un nouveau régime. Les banques

(1) *Ibidem*, p. 104.

qui y adhèrent s'engagent à payer au pair sans déduction ni commission tous les chèques qui leur sont présentés. De ce fait le chèque est devenu un moyen de paiement encore plus économique qu'il n'était par le passé et son usage s'est accru. A la fin de la guerre la proportion des paiements par chèques était de 80 0/0, en 1924 on l'évaluait à 89 0/0. On peut estimer qu'elle est aujourd'hui de 92 0/0 (1).

Dans ces conditions, le rapport qui existe entre le montant de la circulation et le total des crédits, devient extrêmement variable. Une politique de restriction monétaire devient sans effet puisque un nouveau développement de paiement par chèques peut largement compenser son action. C'est pour cette raison que, dans la période qui a précédé la crise de 1929, les Banques de Réserve n'ont pu, même en maintenant la circulation monétaire à un niveau constant, empêcher une certaine inflation de crédit.

Cependant le système des réserves aurait dû permettre aux Banques de conserver un contrôle plus étroit de la masse de crédit en usage dans le pays. Nous savons en effet que les member banks doivent déposer, en garantie de leurs comptes de dépôt, une certaine proportion du montant de ces comptes. Un gonflement des crédits oblige les member banks pour compléter leurs réserves à faire appel au réescompte des Banques de Réserve, et les soumet, par conséquent, à leur contrôle.

Il aurait été facile aux Banques d'imposer une con-

(1) *Ibidem*, p. 112.

traction des crédits en établissant des taux d'escompte élevés si les member banks avaient été obligées de leur demander des crédits ; mais, et c'est là la faiblesse du Système, les banques adhérentes n'ont pas été obligées de réescompter du papier aux Banques de Réserve. En fait leur compte de réserve n'a crû que dans de faibles proportions par rapport à l'augmentation des crédits.

En voici la raison. La proportion des réserves par rapport aux dépôts varie suivant qu'il s'agit de dépôts à terme ou de dépôts à vue. Pour les premiers cette proportion est uniformément de 3 0/0 ; elle est de 7, 10 et même 13 0/0 pour les autres. Les member banks ont donc chercher à favoriser le développement des dépôts à terme, elles y sont parvenues. Depuis 1924 ces dépôts ont augmenté de 36 0/0 alors que les dépôts à vue n'augmentaient que de 6 0/0. A New-York et à Chicago où la proportion des réserves est de 13 0/0, les dépôts à vue ne se sont accrus que de 1 0/0 tandis que les dépôts à terme s'accroissaient de 41 0/0 (1).

Il faut remarquer enfin que le crédit employé à des affaires industrielles est beaucoup plus directement sous le contrôle des Banques que celui investi à la Bourse. Dans le premier cas, le client de la banque qui n'effectue pas comme le spéculateur tous ses règlements par virement aura besoin de retirer des billets de banque, la banque devra donc augmenter ses réserves et par conséquent réescompter du papier dans des proportions beaucoup plus fortes que si elle avait eu affaire à un spéculateur (2).

(1) *Ibidem*, p. 114.

(2) *Ibidem*. p. 115.

Ainsi s'effondre tout le Système de contrôle des Banques de Réserve. D'une part en effet, la circulation monétaire ne correspond plus à l'ensemble des crédits et d'autre part les réserves des member banks ne représentent plus une proportion immuable du crédit en circulation. Le crédit n'est plus limité dans l'armature compliquée des textes législatifs, mais peut jouer et varier hors de l'atteinte et de la volonté des dirigeants du Système. Il ne faut pas oublier, en outre, que les 2/3 environ des banques américaines n'adhèrent pas au Système et ne sont soumises à un certain contrôle des crédits que par des textes législatifs incertains et divers et par l'action indirecte du taux de l'intérêt des Banques de Réserve sur le loyer de l'argent.

Le problème de l'intervention sur le marché des valeurs

Le seul moyen qu'auraient eu les Banques de Réserve de restreindre la spéculation eût été d'intervenir directement à la Bourse. Mais nous savons qu'aucun texte législatif ne donne au Board le pouvoir de réglementer, de quelque façon que ce soit, les opérations au « Stock Exchange » ; que, ainsi que nous venons de le voir, les fonds qui y sont employés ne viennent que pour une faible part des banques affiliées au Système. Toute intervention des Banques est donc, dans l'état actuel de la législation, impossible. « Le Board n'a ni le désir ni d'ailleurs aucun pouvoir à sa disposition qui lui permette de se poser en arbitre du cours des valeurs... (1) ».

(1) *Federal Reserve Bulletin*, mars 1929.

Nous avons vu cependant dans un chapitre précédent (1) que depuis quelque temps s'est développée une théorie d'après laquelle les Banques auraient le droit d'intervenir sur le marché des valeurs si les abus de spéculation, en détournant les capitaux de leur emploi naturel, créaient un état de gêne sérieux pour les affaires. Née sous la poussée des circonstances, une telle théorie ne paraît pas susceptible d'application pratique ; elle laisse une grande place à l'arbitraire. En outre, il paraît aujourd'hui établi que la spéculation a pu prendre tout son essor, sans que les crédits destinés à l'industrie et au commerce aient été en aucune façon réduits.

Il apparaît difficile enfin de trouver des procédés de contrainte susceptibles d'arrêter les mouvements de spéculation. A la Bourse, les spéculateurs espèrent des bénéfices tels que la perspective de payer, pour se procurer des ressources, un taux élevé de l'argent ne les décourage pas. Ce sentiment est assez naturel, payer 15 0/0 pour de l'argent à vue (le taux était 14,4 0/0 le 30 mars 1929) ne suffit pas à arrêter un spéculateur ; cela représente en effet moins de 1/3 0/0 par semaine. Même pour le spéculateur le moins audacieux qui joue pour une différence de cinq ou six points un tel taux est tout à fait minime.

C'est pourquoi les spéculateurs attachent si peu d'importance aux conditions du marché de la monnaie. Après les exportations d'or qui se produisirent en 1928 il y eut une certaine tension sur le marché, mais les spéculateurs

(1) Cf. *supra*, p. 93 et s. iv.

« persistèrent dans l'opinion qu'ils pourraient obtenir
« tout l'argent qu'ils voudraient en payant des taux d'in-
« térêt plus élevés, et ils démontrèrent l'excellence de
« leurs théories avec beaucoup de succès » (1).

Les mesures prises par les Banques de Réserve pour décourager les prêts aux brokers, se montrèrent inefficaces. Après un accord avec le New-York Clearing House, il fut décidé que les banques affiliées appliqueraient à partir du 15 mars 1929 des taux progressifs aux prêts aux brokers. Le prélèvement serait d'autant plus fort que le taux serait plus élevé.

Les taux inférieurs à 6 0/0 payeraient une com-	
mission de.	1 0/0
Ceux de 6 à 7 0/0 une commission de. . .	1,50 0/0
Ceux de 9 0/0 une commission de.	3 0/0

de façon que le taux net soit toujours de 6 0/0 au maximum (2).

Ce procédé ne donne pas de résultat ; on envisagea d'autres plans : « Si le comité du Clearing House de New-
« York agissant sous les auspices du Federal Reserve Sys-
« tem avait convoqué le comité du Stock Exchange et
« après lui avoir exposé les dangers et les besoins de la si-
« tuation l'avait prié de demander à toutes les maisons du
« Stock Exchange de réduire dans un temps donné leurs
« emprunts — quels qu'ils puissent être — d'un même
« pourcentage commun de la totalité des prêts... une li-

(1) Communication de M. ROBERTS à l'Académie des Sciences politiques de New-York, le 22 novembre 1929. Citée par IRVING FISHER, p. 226.

(2) Cf. FILIPPI, *op. cit.*, p. 128.

« liquidation se serait produite progressivement » (1). Un procédé aussi inapplicable ne fut pas appliqué ; les Banques craignaient de dépasser leurs pouvoirs ; les dirigeants du Stock Exchange ne désiraient en aucune façon prendre la responsabilité d'une mesure aussi impopulaire. Eût-elle été appliquée d'ailleurs, il est vraisemblable que, tout en amenant des troubles graves sur le marché monétaire, elle n'aurait pu que retarder la naissance de la crise et non amener une liquidation progressive des engagements.

Sans doute des mesures extrêmes auraient-elles pu brider la spéculation. Mais ce sont ces mesures-là que personne n'ose employer, car pour le faire, il faudrait la certitude de ne les appliquer qu'à bon escient. Les procédés indirects de restriction, les seuls que, si elles en avaient le pouvoir, il appartiendrait aux Banques d'employer sont, nous venons de le voir, inefficaces. Parfois même ils sont dangereux. Une élévation du taux de l'escompte par exemple, en attirant les capitaux étrangers peut très bien déterminer une baisse du loyer de l'argent et agir dans un sens tout autre que celui prévu.

A un phénomène d'ordre psychologique comme la spéculation, il paraît utile d'opposer des arguments psychologiques. Faute d'agir autrement, les Banques l'ont essayé et se sont efforcées de créer une atmosphère de défiance et de malaise. Elles ont réussi à arrêter la hausse, mais trop tard. C'est, nous semble-t-il, ce retard qu'il faut leur reprocher.

(1) Paul M. Warburg, *op. cit.*, tome I^{er}, p. 510.

La responsabilité des Banques

Cette crise en effet, était à notre sens inévitable. Il est vrai qu'elle est due en partie à des causes d'ordre financier à l'action desquelles les Banques de Réserve auraient pu s'opposer. A l'origine du mouvement de spéculation à la Bourse des valeurs, on trouve la sous-estimation des titres dans la période qui va de 1918 à 1921. A ce moment-là d'excellentes valeurs rapportaient 8 0/0 ; les prêts sur titres étaient à 4 1/2 0/0 et l'argent à vue bien meilleur marché. La tentation d'emprunter pour jouer à la hausse était donc forte pour les capitalistes. En 1924, alors il est vrai que les cours avaient déjà monté, le taux moyen des reports ne fut que 3,1 0/0 (1). La persistance de taux faibles, dûe en partie à l'afflux de capitaux qui se produisit sur le marché américain jusqu'en 1926, apparaît comme un des facteurs déterminants de la spéculation. D'ailleurs les capitalistes hésitaient à réaliser des bénéfices que frappait un impôt sur les gains en capital mais empruntaient pour pouvoir acheter à nouveau. La hausse, à l'origine justifiée puisqu'elle tablait sur une sous-estimation des titres et la certitude de profits accumulés pendant la guerre, ne tarda pas à revêtir un caractère purement spéculatif.

Au moment de la crise la situation était particulièrement tendue sur le marché financier et il n'est pas douteux que l'effondrement de ce dernier a cristallisé en

(1) Cf. IRVING FISHER, *op. cit.*, p. 226.

quelques sortes les éléments du malaise économique mondial.

La situation économique en effet n'était pas bonne. Le caractère de continuité dans l'essor de l'après-guerre, les encouragements donnés à l'industrie américaine par la nécessité où elle fut de pourvoir aux besoins d'une Europe défaillante avaient engendré aux Etats-Unis un mouvement croissant de surproduction. La politique des salaires élevés, le système des ventes à crédit en développant la capacité d'achat des consommateurs assurait aux producteurs des débouchés nouveaux : mais ces débouchés ne correspondaient pas à des besoins ni non plus à des ressources stables. Quel que fut le caractère artificiel de cette prospérité elle avait engendré, néanmoins, un mouvement d'optimisme. Le « boom Coodlidge » puis le « boom Hoover » contribuèrent à donner à ce mouvement le caractère d'une mystique économique. On parlait d'une « ère nouvelle » terme assez vague qui désignait, semblait-il, une période indéfinie de prospérités, d'accroissements des besoins et de la consommation et de développement de la production. Cette situation ne pouvait durer.

Une crise était donc inévitable ; sa venue permettrait une réadaptation de l'activité productrice à un niveau normal. Si la débâcle financière ne s'était pas produite, il est vraisemblable que la crise n'en serait pas moins née dès la fin de 1929. Une série d'heureuses récoltes en effet avaient amené une surabondance des produits agricoles ; la liquidation nécessaire avait été retardée par une politique maladroite des gouvernements intéressés. L'effondrement des cours et la crise qui se sont produits en ce

domaine sont dus à des causes purement agricoles et se sont effectués indépendamment des désordres financiers de Wall Street.

Sans doute les Banques de Réserve auraient-elles pu empêcher, dans une certaine mesure, le développement excessif de l'activité industrielle et par là prévenir la crise actuelle. Nous avons vu cependant combien le contrôle de l'ensemble du crédit presque autant que celui du marché des valeurs échappe aux dirigeants du Système.

Il faut bien considérer enfin que les grands mouvements économiques ne se développent pas dans le cadre fermé d'un Etat, mais atteignent toutes les grandes puissances productrices à la fois. D'un pays à l'autre, il existe une interdépendance économique rigoureuse. En admettant même que les Banques de Réserve se soient efforcées de combattre plus qu'elles ne l'ont fait la surproduction industrielle aux Etats-Unis, il est douteux qu'elles soient jamais parvenues à réduire un mouvement qui n'était pas d'un ordre intérieur mais international.

Nous estimons pour toutes ces raisons que si les Banques de Réserve n'ont pas répondu aux espoirs utopiques que certains mettaient en elles, elles ne sauraient, du moins, être rendues responsables de la crise actuelle. Le caractère universel des désordres économiques que nous traversons s'oppose violemment à l'étroitesse relative du domaine où peut exercer l'action de ces Banques. Ces deux phénomènes se présentent en quelque sorte sur des plans différents. Le pouvoir du Système sur les cycles de la production et les grands mouvements économiques apparaît aujourd'hui comme par le passé, incertain et

fragmentaire. On ne saurait donc reprocher aux Banques de n'avoir su contrôler des phénomènes qu'elles ne pouvaient atteindre.

CONCLUSION

Après une expérience de quinze années il est, semble-t-il, possible de porter un jugement sur l'œuvre des créateurs du système et sur la politique des Banques. Lors de la réforme de 1914, la mise en œuvre du Système répondait à un certain nombre de buts immédiats : création d'une circulation monétaire élastique, développement du crédit commercial, par exemple. Les intentions du législateur en cette matière ont été pleinement réalisées ; les Banques de Réserve ont su donner au Système bancaire américain des moyens d'intervention nouveaux et élargir son champ d'action. C'est aux dirigeants du Système également que revient le mérite d'avoir su uniformiser une organisation bancaire diverse et sans unité réelle. Les conditions du crédit en Amérique sont aujourd'hui comparables d'un bout à l'autre du pays. Aussi le Système eût-il à contrôler un tout cohérent et non des éléments épars et dissemblables entre eux.

C'est pour ce motif sans doute que les Banques ont pu exercer une influence souvent heureuse dans le domaine de la politique bancaire. Les instructions des dirigeants du système ont été suivies par les Banques adhérentes avec une rigueur qui fait honneur à leur esprit de discipline et de coopération. A l'intérieur du pays, c'est à l'action des Banques que l'on doit la remarquable stabilité des prix dans la période qui va de 1922 à 1929.

Mais jamais sans doute leur intervention ne fut plus judicieuse que lorsqu'elles parvinrent à « stériliser » les importations d'or qui ont suivi la crise de 1920. Pendant quelques années, la politique des Banques de Réserve a revêtu de ce fait une importance mondiale ; elle permit sans doute d'éviter une crise d'inflation et de hausse des prix qui, dans une période où l'Europe n'était pas remise des ruines de la guerre, eût été particulièrement à redouter.

Sans doute les Banques pour les raisons que nous venons de voir n'ont-elles pu éviter la crise de 1929. On ne saurait leur en faire grief : jamais semble-t-il ni les fondateurs du Système, ni les membres du Board n'ont eu la prétention d'éviter le retour des désordres qui, périodiquement, troublent l'essor de l'économie mondiale. Seuls les espoirs donnés par la réussite partielle et provisoire d'une politique de monnaie dirigée avaient pu faire croire aux plus optimistes que les Banques sauraient à l'avenir prévenir les crises. « La politique du « crédit peut avoir une influence utile, atténuer les « méfaits des crises périodiques en diminuant l'excès de « production pendant les périodes de prospérité et l'excès « de ralentissement économique dans les périodes de « dépression. Mais les Banques d'émission ne peuvent « prétendre à la maîtrise du marché financier, ni du « marché des marchandises. Elles n'ont pas à elles seules « le pouvoir d'assurer la stabilité des prix, ni d'empêcher « le retour périodique des crises » (1).

(1) AFTALION, *La monnaie dirigée et la crise américaine* (Information, 30 juillet 1930).

La crise actuelle cependant a mis en lumière un certain nombre d'imperfections dans l'organisation actuelle du Système. Il est sans doute possible d'y porter remède.

Etudier l'histoire de la législation bancaire aux Etats-Unis, c'est suivre les efforts constants des pouvoirs publics pour étouffer la puissance explosive de la finance américaine. Dans ce pays encore jeune, l'organisation bancaire ne s'appuie sur aucune tradition. La rapidité étonnante des progrès économiques, la facilité de la richesse et sa contre-partie, le goût du risque, offrent à la spéculation un terrain favorable. Les variations financières y atteignent une ampleur ailleurs inconnue et les crises un degré rare de violence.

Dans le cours du XIX^e siècle et jusqu'à l'heure présente des règles législatives sans cesse plus complexes ont été établies pour contraindre un système bancaire dont la puissance d'expansion se manifestait sous un jour toujours changeant. Le Système des Banques de Réserve est venu remplacer le Système des Banques Nationales. Il apportait à la fois une rigueur plus grande et une plus grande souplesse ; il réalisait pour la première fois l'unité du Système bancaire américain.

Jusqu'à ce jour les interventions du législateur avaient été principalement négatives ; elles avaient pour but d'opposer des barrières sans cesse nouvelles à l'essor bancaire américain. Cette fois, au contraire, le Federal Reserve Act a construit un organisme neuf doué d'un pouvoir d'actions propres. Le mécanisme en est magnifique ; les Banques par le double jeu des réserves et du

contrôle de la monnaie sont en apparence assurées de diriger à leur gré les crédits dans le pays.

Nous avons vu comment les banques privées ont su échapper à l'emprise des règles rigoureuses de l'Acte de Réserve Fédérale : ce sont ces fissures du Système qui ont permis à la crise actuelle d'atteindre toute son acuité.

Il appartiendra aux dirigeants du Système de les faire disparaître dans les années à venir.

Une réglementation non pas plus rigoureuse, mais plus précise du Système des réserves en rendant plus difficile le transfert des comptes à vue, en dépôts à terme, permettrait sans doute d'éviter le gonflement indirect des crédits que permet cette opération. Depuis quelque temps d'ailleurs l'accroissement des dépôts à terme s'effectue à une vitesse moindre. Il semble bien que, avec la baisse inévitable de l'argent à long terme, ces placements à l'avenir ne croîtront que dans la proportion même où augmentera la totalité des crédits dans le pays.

Il semble vain et illusoire de souhaiter comme certains l'ont fait, l'établissement direct d'un contrôle des Banques sur le marché des valeurs. Toute contrainte à la Bourse n'a jamais fait que dérégler les conditions du marché et sauf à empêcher le développement de la fortune mobilière, risque de rendre les crises plus graves qu'elles ne le sont actuellement.

Les Instituts d'Emission cependant ont toujours exercé une influence morale considérable. La confiance est à la base de toute opération spéculative. Une inter-

vention opportune de la Banque Centrale peut arrêter en temps utile une hausse et éviter une crise grave.

Mais les Banques de Réserve, nous l'avons vu, n'ont pas le droit de porter un jugement sur les opérations boursières. Lors de la dernière crise la gravité de la situation, les incita à prévenir le public des dangers de la spéculation. Cette intervention était utile, mais illégale et tardive. Il nous paraît souhaitable que dans un proche avenir on donne aux Banques ce pouvoir d'appréciation qu'elles n'ont pas. Leurs avertissements en acquerraient ainsi une autorité nouvelle.

Pour donner à cette réforme toute la portée désirable, il faudrait, semble-t-il, que les membres du Board ajoutassent à cette autorité accrue une indépendance plus grande. Sans doute dans le passé les incertitudes et la longueur de leurs décisions venaient-elles souvent de la crainte où ils étaient de dépasser leur pouvoirs ; parfois en outre, les précédents leur manquaient. Mais plus fréquemment encore la crainte de braver l'opinion publique, le souci d'intérêts particuliers des interventions politiques les empêchaient d'agir quand ils auraient dû le faire. Il ne nous semble pas en outre que la politique des Banques ait toujours reproduit très exactement, la volonté des membres du Board. Le système de la nomination de ceux-ci par le Président de la République si sujet à cautions qu'il soit dans un pays où le chef du Gouvernement exerce une influence politique considérable semble néanmoins préférable à tout autre procédé. Peut être néanmoins pourrait-on souhaiter une intervention effective des Banques dans le choix des postulants,

leur accorder, par exemple, le droit de présenter une certaine proportion de candidats. L'autorité du Board sur les Banques s'en trouverait ainsi renforcée. « Nous avons
« besoin d'une Administration indépendante, unissant
« au lieu de séparer les Banques de Réserve et le Board —
« un Board dont les décisions rapides et précises seraient
« acceptées par tous comme les conclusions autorisées
« d'un Conseil composé des meilleurs esprits que le
« Gouvernement et les affaires puissent rassembler — et
« nous étant procuré un tel Board nous veillerions à ce que
« la politique et les affaires interviennent aussi peu qu'il
« est humainement possible dans son fonctionnement » (1).

Une telle réforme doit être réalisable. Elle permettrait aux Banques dans l'avenir d'appliquer librement leur politique bancaire sans être gêné par les considérations qui, dans le passé, ont entravé leur action.

(1) PAUL M. WARBURG, *op. cit.*, tome I^{er}, p. 515.

APPENDICE

La politique des Banques dans les premières années de leur fonctionnement

1^o 1914, Mai 1917 (1)

Les Banques de Réserve ouvrirent leurs guichets le 16 novembre 1914. La guerre mondiale avait cependant obligé le législateur à prendre dès avant cette date certaines mesures d'urgence. Dès le 4 août en effet, en prévision des difficultés monétaires possibles un amendement au « Aldrich Vreeland Act » fut voté ; il donnait au Secrétaire du Trésor une plus grande latitude en ce qui concerne la circulation des « National Bank Note » (2). Il est bien certain en effet que l'ancien Système n'aurait pu résister aux difficultés nées de la guerre. L'« Aldrich Vreeland Act » assurait déjà une circulation monétaire plus souple. Les mesures prises permirent d'attendre la mise en train du Système de Réserve Fédérale. \$ 380.000.000 de Currency Note furent

(1) Nous avons cru bon de donner ici un rapide résumé de la politique des Banques de Réserve dans les premières années de leur fonctionnement. Les conditions exceptionnelles créées par la guerre, l'incertitude où l'on était des possibilités du système ont donné à cette politique un caractère vraiment remarquable d'opportunité ; c'est à ce titre qu'il nous a paru utile d'en faire état à la fin de cet ouvrage.

(2) Cf. W. HARDING, *op. cit.*, p. 10.

émises dans le courant d'août, en même temps qu'une certaine quantité de « Clearing House Certificates ». La période de crise partielle qui se produisit en août et septembre fut, grâce à ces précautions, traversée sans difficulté (1).

Dès la fin d'octobre l'argent afflua à New-York. On pouvait estimer que le malaise était terminé et l'ouverture des Banques de Réserve fut décidée. Cet événement prit place assez heureusement avec une reprise du commerce extérieur.

La première année de fonctionnement fut surtout une période d'organisation ; au début d'ailleurs, les Banques n'effectuaient que des opérations de réescompte.

Il fallait déterminer avec précision l'étendue des pouvoirs des Banques de Réserve. On ne savait pas si elles devaient intervenir seulement en cas d'urgence ou au contraire effectuer en permanence des opérations sur le marché. Les banques adhérentes redoutaient leur concurrence et voulaient qu'elles s'abstiennent. Mais d'autre part si les Banques de Réserve ne font pas d'opérations elles ne réaliseront pas de bénéfices et ne pourront pas distribuer des dividendes ce qui portera atteinte à leur prestige.

Après mûre délibération le Board décida que les Banques resteraient en contact avec le marché et, tout en gardant des réserves pour les circonstances exceptionnelles, emploieraient une partie de leurs ressources d'une façon constante (2).

(1) Cf. HAROLD L. REED, *The development of the Federal Reserve Policy*, New-York, 1922.

(2) Cf. W. P. G. HARDING, *op. cit.*, p. 32.

Pendant l'année 1915 des discussions sans importance occupèrent ainsi le temps des dirigeants du Système. Les habitants de Pittsburg réclamaient pour leur ville et, aux dépens de Cleveland, le siège du quatrième district. De la même façon Baltimore voulait déposséder Richmond. Certains proposaient enfin de réduire le nombre des districts de douze à neuf et même huit (1).

Les opérations des Banques ne croissaient que lentement. En raison de la réduction du taux de leurs réserves les member banks pouvaient accroître le chiffre de leurs prêts de façon considérable sans faire appel aux crédits des Banques de Réserve. Les demandes de rées-compte étaient donc limitées ; des baisses successives de taux ne parvinrent pas en accroître le chiffre. Au début, les taux étaient compris entre 5 1/2 et 6 1/2 0/0. Etant données les conditions d'éligibilité, ces chiffres étaient manifestement trop élevés, aussi dès le 30 décembre 1914, étaient-ils déjà réduits à 4 1/2 0/0 dans quatre districts et 5 0/0 dans les autres (pour le papier à trente jours). Au cours de 1915, les taux continuèrent à baisser. Les acceptations dont l'achat était permis depuis le 19 février, furent négociées à des taux variant entre 2 et 4 0/0. Le papier à trente jours coûtait 4 0/0 (3 1/2 0/0 à San-Francisco) et 3 1/2 0/0 à quatre-vingt-dix jours (2).

Au cours de 1916, le montant des opérations augmente. Cet accroissement est surtout le fait d'une augmentation considérable des opérations sur le marché libre : le

(1) *Ibidem*, p. 34. ¹

(2) Cf. HAROLD L. REED, *op. cit.*

portefeuille d'acceptations et de titres des Banques représente 77 0/0 de leur actif productif (contre 45 0/0 en 1915). A défaut de réescompte les Banques emploient en effet leurs ressources à acheter des titres sur le marché.

Le taux de l'argent reste bas, le total du réescompte croît, mais dans des proportions assez faibles.

C'est au milieu de 1916 que commence l'effort des Banques pour organiser un système de collection des chèques au pair.

En octobre 1916, le Gouvernement français négocie \$ 100.000.000 d'acceptations à dix-huit mois. Le Board, le 24 octobre envoie un télégramme à ses agents pour les prévenir que : « Il juge de son devoir de faire ressortir « que les obligations générales envers le commerce de la « Nation exigent que les Banques de Réserve n'acquiescent pas d'acceptations de ce type au delà d'une certaine limite raisonnable » (1).

L'or commence à affluer aux Etats-Unis. Pour éviter un danger d'inflation on propose des emprunts aux Nations belligérantes (2). Le Board se montre peu

(1) Cité par W. P. G. HARDING, *op. cit.*, p. 65.

(2) Voici le remarquable résumé que donne M. E. A. GOLDENWEISER dans son livre *Federal Reserve System in operation* de la politique des Banques de Réserve dans les années qui nous intéressent : « Avant la « guerre les Banques de Réserve Fédérales furent essentiellement dans « une situation calme. Pendant cette période le Système fut en grande « partie occupé au difficile travail de l'organisation initiale. Les districts « avaient à être délimités, les Conseils d'Administration et le personnel « choisis et les méthodes d'opérations déterminées. Suivant les stipulations « mêmes de l'Acte, les Banques de Réserve prirent une partie des réserves « des member banks. Le capital fut souscrit et de relativement petites « quantités de Currency Notes furent émises. L'escompte des Banques « était de peu d'importance car les fonds à la disposition des member « banks étaient plus abondants du fait de la réduction des exigences de

favorable à ce procédé. Dans une déclaration du 27 novembre, il s'exprime ainsi : « Le Board juge cependant « de son devoir de prévenir les member banks qu'il ne « considère pas comme l'intérêt de la Nation d'effectuer « en ce moment des placements en bons du Trésor « étrangers de cette nature » (1).

Les dirigeants du Système paraissent ainsi prendre conscience de leur responsabilité. A la fin de l'année un « boom » industriel se produit ; les crédits se raréfient. Plusieurs Banques élèvent leurs taux d'escompte. C'est la première action du Système sur le marché de la monnaie. Le Gouverneur Harding dans le « Federal Reserve Bulletin » de janvier 1919 pouvait déclarer : « La seule « période pendant laquelle le Board fut à même d'effectuer un contrôle actif de la situation bancaire, fut « celle qui comprit les deux ou trois derniers mois de « 1916 et le premier trimestre de 1917 » (2).

La situation d'ailleurs reste saine. En raison même de la faible importance des crédits le taux des réserves est extrêmement élevé. Il atteint 79,4 0/0 le 30 décembre 1916.

Dès le début de 1917, on envisage la possibilité de l'entrée en guerre des Etats-Unis. On se préoccupe

« réserves par le Federal Reserve Act et de l'afflux d'or envoyé par les « belligérants pour payer les marchandises américaines. Les réserves des « Banques de Réserve étaient en excès sur leurs billets et leurs dépôts à « vue. Cette situation changea radicalement quand les Etats-Unis entrèrent « en guerre en avril 1917. Un amendement au Federal Reserve Act voté « en juin décida que la totalité des réserves des member banks devrait « être gardée en dépôt par les Banques de Réserve... »

(1) W. P. G. HARDING, *op. cit.*, p. 68.

(2) Cité par HAROLD L. REED, *op. cit.*

alors de réaliser une concentration des forces bancaires de la Nation. En février les taux des réserves passent de 18, 15, 12 et 5 0/0 à respectivement 13, 10, 7 et 3 0/0 ; une loi en outre devait intervenir pour concentrer ces réserves dans les seuls coffres des Banques de Réserve (elle ne fut votée que le 21 juin).

Pour augmenter les réserves monétaires de la Nation, on retire des « Gold Certificates » de la circulation les remplaçant par des « Federal Reserve Note ». C'est ainsi que leur montant s'accroît entre 1914 et 1917, de \$ 250 millions.

Le total du réescompte continue à croître lui aussi. Il paraît probable au début de 1917 que les Banques vont inaugurer une politique suivie d'escompte ; la venue de la guerre les en empêchera (1). L'accroissement des dépôts d'or assure un taux de réserve de plus en plus élevé : il atteint 84 0/0 le 6 avril. La situation des Banques de Réserve au moment de l'entrée en guerre des Etats-Unis est donc exceptionnellement favorable. Les réserves accumulées rendront possible une expansion de crédit énorme.

2° La période de guerre

Le problème qui se posa aux Banques de Réserve dès l'ouverture des hostilités fut d'assurer le financement de la guerre. Il fallait réaliser des émissions d'emprunts énormes sans pour cela compromettre le développement

(1) Cf. A. C. MILLER, *Federal Reserve Policy* (*American Economic Review*, vol. XI, n° 2, juin 1921).

économique de la Nation ; il fallait en même temps fournir à l'industrie nationale qui travaillait à plein rendement les crédits dont elle avait besoin. Pour parvenir à ce résultat les Banques de Réserve accordèrent la faveur d'un taux exceptionnellement bas aux prêts garantis par des bons du Gouvernement (1). Ces taux furent au maximum égaux et souvent inférieurs à l'intérêt rapporté par les bons. Il y avait donc le plus souvent une légère marge qui couvrait les member banks de leurs frais et leur permettait de prêter de l'argent aux clients qui achetaient des bons à un taux équivalent à celui de ces bons. De cette façon les acheteurs à terme n'avaient pas à payer d'intérêt sur leurs découverts car le coupon attaché au bon payait la banque de l'intérêt de son prêt. Voici d'après E. A. Goldenweiser les taux pratiqués entre le milieu de 1917 et le milieu de 1919 (2) :

	TAUX DU PAPIER COMMERCIAL	TAUX DU PAPIER GARANTI PAR DES BONS	TAUX DES BONS
15 juin 1917	4 0/0	3 1/2 0/0	3 1/2 0/0
15 novembre 1917 . .	4 0/0	3 1/2 0/0	4 0/0
9 mai 1918	4 3/4 0/0	4 1/4 0/0	4 1/4 0/0
29 octobre 1918. . . .	4 3/4 0/0	4 1/4 0/0	4 1/4 0/0
5 mai 1919.	4 3/4 0/0	4 1/4 0/0	4 3/4 0/0

Quand les member banks achetaient des bons, leur compte de dépôt à la Banque de Réserve, qui agissait

(1) Un amendement du 7 septembre 1916 au Federal Reserve Act avait autorisé ce genre de prêt.

(2) E. A. GOLDENWEISER, *op. cit.*, p. 26.

comme agent fiscal du Trésor, diminuait et l'opération se réduisait à un virement sur les livres des Banques du compte des clients au compte du Trésor (1).

Voici maintenant un tableau qui montre l'accroissement continu de cette forme de crédit (2) :

	BILLETS DES MEMBER BANKS GARANTIS PAR DU PAPIER DE GUERRE	BILLETS ACCEPTÉS PAR DES BANQUES DE RÉSERVE	MONTANT TOTAL DES EFFETS ESCOMPTÉS
1917	\$ 5.888.000.000	\$ 7.543.000.800	\$ 8.969.000.000
1918	\$ 32.142.000.000	\$ 33.008.000.000	\$ 32.753.000.000
1919	\$ 72.290.000.000	\$ 72.548.000.000	\$ 79.174.000.000
1920	\$ 55.411.000.000	\$ 55.565.000.000	\$ 85.321.000.000

Les facilités de crédit offertes au public, lui permirent de souscrire aux emprunts avec une très grande générosité. Leur montant ne cessa de croître jusqu'à l'armistice, en voici la liste (3).

1 ^o Liberty loan	\$ 1.989.450.000	3 1/2 0/0	15 juin 1917
2 ^o » »	\$ 2.107.865.000	4 0/0	15 novembre 1917
3 ^o » »	\$ 4.175.650.000	4 1/4 0/0	9 mai 1918
4 ^o » »	\$ 6.964.581.000	4 1/4 0/0	24 octobre 1918
Victory loan	\$ 4.495.373.000	4 3/4 0/0	20 mai 1919
	\$ 21.432.925.000		

A aucun moment les Banques de Réserve ne se départirent de leurs principes de prudence ; elles se refusèrent

(1) Cf. W. RANDOLPH BURGESS, *op. cit.*, p. 103.

(2) HAROLF L. REED, *op. cit.*

(3) E. A. GOLDENWEISER, *op. cit.*, p. 25.

à traiter directement au Trésor. En avril 1917 cependant, elles lui accordèrent un prêt à trois mois de \$ 50.000.000. C'était là un service exceptionnel imposé par l'entrée en guerre des Etats-Unis. Il ne devait pas se renouveler (1). On ne peut pas considérer en effet que les avances au jour le jour sous forme de « one day special certificates of indebteness » soient autre chose qu'un service de trésorerie.

Ce mécanisme de crédit fonctionna très vite parfaitement. Dès janvier 1918 le Board constatait que : « Sous la direction du Secrétaire du Trésor les Banques ont fait admirablement leur devoir, en plaçant les bons à court terme et les emprunts du Gouvernement » (2).

Le fonctionnement des Banques de Réserve pendant ce temps se faisait normalement, ce fut en mai que le Board approuva un taux de 3 1/2 0/0 pour du papier garanti par des emprunts de guerre. Par la suite, ce taux comme celui des bons d'ailleurs devait monter. Le taux du papier commercial devait connaître une variation analogue. Le papier à quatre-vingt-dix jours payait, le 30 avril 1917, 4 0/0 dans cinq districts et 4 1/2 0/0 dans les autres, et à l'armistice 4 3/4 0/0 dans sept districts et 5 0/0 dans les cinq restants.

Les Banques de Réserve firent pression sur le public et à plusieurs reprises adressèrent des avertissements aux member banks pour prévenir une hausse des taux qui « ... en obligeant le Gouvernement à payer des taux plus élevés imposeraient un fardeau additionnel au

(1) Cf. W. RANDOLPH BURGESS, *op. cit.*, p. 115.

(2) *Federal Reserve Bulletin*, janvier 1918.

« public » (1). Le 13 octobre 1917, le Président Wilson fit avec le plus grand succès un appel aux banques d'Etat et aux « trust companies » pour les inciter à donner leur adhésion au Système.

A la fin de l'année pour favoriser les crédits commerciaux et pour mettre les taux en harmonie avec ceux de Londres, les taux d'achat des acceptations furent baissés. Les achats des Banques de Réserve qui avaient été de \$ 65.000.000 en 1915, \$ 386.000.000 en 1916 et 909.000.000 en 1917 atteignirent dès l'année suivante \$ 1.809.000.000 marquant ainsi un progrès considérable (2).

Pendant toute cette période la circulation monétaire ne cessa de croître. Dès le 7 septembre 1917, on avait établi un embargo sur l'or. Les réserves métalliques augmentaient de jour en jour, mais l'accroissement de la circulation était encore plus rapide. Aussi le taux des réserves diminua-t-il constamment (3) :

	OR EN COUVERTURE DE LA CIRCULATION DE F. R. NOTES	TAUX DE RÉSERVE
Mars 1917.	»	89
Juillet 1917.	\$ 434.000.000	81,9
Décembre 1917	\$ 746.000.000	63,6
Février 1918	\$ 877.000.000	66
Juin 1918.	\$ 987.000.000	59,8
Novembre 1918	\$ 1.216.000.000	50,5

(1) Lettre du Gouverneur HARDING du 26 février 1918.

(2) Cf. HAROLD L. REED, *op. cit.*

(3) *Ibidem.*

Au cours de l'année 1918 les demandes de crédit sans cesse croissantes du Gouvernement et de l'industrie amenèrent un gonflement considérable de la circulation et des dépôts. Entre le 1^{er} juillet 1914 et le 1^{er} septembre 1918, la monnaie en circulation augmenta de \$ 2.219.000.000 soit 65 0/0. Entre le 30 juin 1914 et le 29 juin 1918 les dépôts dans toutes les banques s'accrurent de \$ 11.310.000.000 soit 53 0/0, les prêts et escomptes de \$ 6.719.999.000 soit 44 0/0, les placements de \$ 11.058.000.000 soit 53 0/0 (1) ;

Un certain danger d'inflation apparaissait. Aussi en juin 1918 le Board envoya-t-il une lettre circulaire à ses Banques les priant de réduire les crédits inutiles.

A la signature de l'armistice on pouvait constater que les Banques de Réserve avaient rempli leur mission au delà de toute espérance. Grâce au système ingénieux qui permettait aux member banks de vendre à terme des valeurs du Gouvernement à leurs clients sans autre intérêt que celui même des titres, les pouvoirs publics furent à même de placer en deux ans pour \$ 18.000.000 de bons, plus que l'épargne de la Nation pendant cette période (2).

Une autre conséquence heureuse de l'emploi de ces crédits fut de placer les banques du pays dans un état de dépendance vis-à-vis du Système. « Au moment de « l'armistice, les Banques de Réserve prêtaient aux « member banks plus de \$ 1.800.000.000 et en plus

(1) Cf. W. P. G. HARDING, *op. cit.*, p. 136.

(2) Cf. E. A. GOLDENWEISER, *op. cit.*, p. 2.

« possédaient \$ 400.000.000 achetés sur le marché
« libre » (1).

3^o *La période de liquidation*

La signature de l'armistice marqua dans l'esprit du public américain l'aurore d'une période de prospérité ; chacun pensait que le retour à une situation normale donnerait aux échanges une activité nouvelle et serait une source de richesses pour le pays. Les besoins énormes de l'Europe dans la période qui suivit la fin des hostilités en permettant aux industriels de continuer à travailler assurèrent pendant quelque temps à la production nationale la persistance des débouchés très larges dont elle avait bénéficié pendant la guerre. Dans ces conditions on en vint vite à croire que « cela durerait toujours ».

Aussi n'attachait-on pas toujours beaucoup d'importance aux symptômes caractérisés de crise qui se manifestèrent dès le printemps 1918.

Dans la période qui suivit immédiatement l'armistice une légère baisse des prix et une détente du marché monétaire permirent pendant quelque temps d'espérer que la situation s'améliorerait. Le loyer de l'argent restait bas ; les taux moyens des Banques de Réserve qui étaient 4,18 0/0 en janvier 1919 tombèrent à 4,14 0/0 en février. Mais cela ne devait pas durer. Dès le mois de

(1) O. M. W. SPRAGUE, *Discount policy of the Federal Reserve Banks* (*American Economic Review*, vol. XI, n° 2, mars 1921).

mars les prix recommencèrent à monter et le total des crédits à croître. Les prêts des member banks qui étaient de \$ 14.000.000.000 au début de 1919 montèrent à \$ 15.500.000.000 le 30 juin et atteignirent \$ 17.500.000.000 à la fin d'octobre, soit une augmentation de 25 0/0 en huit mois (1). L'accroissement des prix de gros était plus rapide encore ; le nombre indice qui en mars 1917 était de 161, et un an après 187, atteignait 201 en mars 1919, 222 en août, 238 en décembre.

Des Banques cependant, ne pouvaient augmenter leurs taux d'escompte car le « Victory Loan » n'était pas encore entièrement souscrit. A peine la dernière tranche fut-elle émise que la Banque de New-York éleva le taux du papier commercial de 4 à 4 3/4 0/0 ; des augmentations analogues eurent lieu dans d'autres Banques. Cette première intervention du Board sur le marché de l'escompte avait d'ailleurs plus pour but de faire cesser des conditions anormales de taux que d'agir sur le volume des crédits. Aussi malgré une panique sur le marché des valeurs où le « call money » atteignit 30 0/0 l'expansion des crédits ne s'en poursuivit-elle pas moins.

Comme le dollar était pendant toute la guerre resté près du pair, on avait pu dès le 20 juin rétablir la liberté d'exporter l'or. Les envois au dehors atteignaient à la fin de l'année \$ 346.000.000 (ce qui représentait un excédent d'exportation de \$ 279.000.000) (2). Ce n'était pas suffisant pour créer une tension sur le marché de la monnaie.

(1) Cf. E. A. GOLDENWEISER, *op. cit.*, p. 49.

(2) Cf. W. P. G. HARDING, *op. cit.*, p. 149.

Ce fut à la fin de l'année, que se produisit un changement dans les conditions du marché des crédits ; on commença à rembourser les « Liberty loan » et les capitaux disponibles prirent le chemin d'investissements permanents. Le papier de guerre, c'est-à-dire les billets des personnes qui achetaient des bons à crédit en donnant ces titres en garantie de prêts les couvrant de la plus grosse part de leur prix d'achat, commencèrent en outre à décroître. Le papier commercial dont l'accroissement correspondait à l'augmentation considérable de la production prit une place sans cesse plus importante. Les prêts garantis par des valeurs du Gouvernement qui représentaient 78 0/0 du total des avances des Banques de Réserve le 29 novembre 1918, ne couvraient plus que 48 0/0 de ces avances à la fin d'octobre 1920. Encore fallait-il déduire de ce pourcentage une part importante d'emprunts commerciaux qui avaient revêtu cette forme des prêts sur titres pour plus de commodité (1).

Les achats d'acceptations augmentèrent dans des proportions équivalentes, ils avaient été de \$ 809.000.000 en 1918 ; ils furent en 1919 de \$ 2.825.000.000, et en 1920 ils atteignirent \$ 3.218.000.000.

Au début de 1920, la détente qu'amène généralement le commencement d'une année ne se produisit pas. Le total des prêts et placements des Banques de Réserve qui était tombé du 2 au 30 janvier de \$ 2.231.000.000 à \$ 2.174.000.000, remonta à \$ 2.358.000.000 le 20 février. De même la circulation de Federal Reserve Note

(1) Cf. E. A. GOLDENWEISER, *op. cit.*, p. 4.

passait de \$ 2.998.000.000 le 2 janvier à \$ 2.844.227.000 le 23 et à \$ 2.997.124.000 le 20 février (1).

« Il n'est pas cependant certain que le Board se fut
« résolu à prendre des mesures pour réduire le crédit
« pendant le cours de l'hiver et du printemps de cette
« année, si le pouvoir qu'ont les Banques de Réserve de
« fournir du crédit dans les limites des exigences légales
« de réserves n'avait été presque épuisé » (2).

Le taux des réserves en effet décroissait sans cesse et approchait dangereusement de sa limite inférieure. Aussi à la fin de janvier les Banques se décidèrent-elles à effectuer une élévation générale de leurs taux. Le taux d'escompte à New-York passa ainsi de 4 3/4 à 6 0/0.

Ces mesures de rigueur, la crise japonaise ne suffirent pas à empêcher une nouvelle inflation des crédits. Dans son rapport pour l'année 1919 le Board déclarait : « L'expansion des crédits engendrée par la guerre doit être arrêtée ». Cet avis resta sans effet ; sans effet également fut l'enquête prescrite par le Sénat dans sa séance du 8 mars (3).

Les prêts continuèrent à monter ; l'indice des prix de gros atteignit 248 en février, 253 en mars, 266 en avril et 272 en mai. Le 30 avril le total des prêts et placements des Banques de Réserve atteignit \$ 2.942.000.000 et la circulation de Federal Reserve Bank Note \$ 3 milliards 074 millions 555 mille. Malgré l'augmentation du chiffre

(1) Cf. W. P. G. HARDING, *op. cit.*, p. 159.

(2) O. M. W. SPRAGUE, *Discount policy of Federal Reserve Banks* (*American Economic Review*, vol. XI, n° 2, mars 1921).

(3) Cf. W. P. G. HARDING, *op. cit.*, p. 160.

des réserves, les taux baissaient toujours. Depuis quelque temps déjà le total des billets « émis » dépassait la limite légale ; les réserves en garantie des billets « en circulation » tombèrent à 43 0/0 en mai. Dans les districts où la demande de crédit était forte, seuls des emprunts de Banque à Banque (ils atteignirent \$ 3.672.792.000 dans l'année) permettaient de garder les réserves suffisantes.

Les dirigeants du Système se résolurent à prendre des mesures désespérées. Le 18 mai une réunion du « Federal Advisory Council » et des directeurs des Banques décida une élévation générale des taux d'escompte. Ils atteignirent ainsi 7 0/0 à New-York, Chicago, Minneapolis et plus tard Boston. Certains districts du sud appliquèrent même un système de taux progressifs (1).

Ces mesures déclanchèrent la crise. Il ne s'en suivit pas immédiatement une réduction des crédits ; la circulation des Federal Reserve Note s'accrut jusqu'en décembre où elle atteignit \$ 3.344.686.000 ; les prêts et placements baissèrent légèrement et n'étaient plus à la fin de ce mois que de \$ 2.719.314.000 (2). Cette diminution était surtout le fait de la décroissance du portefeuille d'acceptations en raison du déclin du commerce international. Fin septembre ce portefeuille était encore de \$ 306.000.000 ; en décembre il n'était plus que de \$ 216.000.000 et il devait tomber à \$ 132.000.000 en mars 1920 et à \$ 49.000.000 en juin.

La liquidation s'effectua assez rapidement sauf dans les districts de l'ouest et du sud où il était difficile de

(1) Cf. W. P. G. HARDING, p. 182.

(2) *Ibidem*, p. 184.

faire rentrer les avances consenties aux agriculteurs. Dès le printemps 1922 cependant la crise était terminée.

L'action des Banques dans cette dernière période fut sans doute moins heureuse qu'elle avait été précédemment. Elles ne prirent en effet que tardivement les mesures susceptibles d'arrêter l'inflation des crédits et la hausse des prix. Les dirigeants du Système néanmoins, sont dans une certaine mesure excusables. Une politique d'argent à bon marché était, estimait-on, nécessaire pour permettre à l'industrie nationale de se réadapter aux conditions nouvelles. La nécessité en outre, où les Banques se trouvaient de soutenir l'émission des emprunts de guerre, les empêchèrent longtemps d'exercer leur initiative. Dès qu'elles furent libres elles augmentèrent leurs taux d'escompte et arrêtaient l'expansion des crédits.

Vu :

Le Doyen
de la Faculté de droit de Paris,

H. BERTHÉLEMY.

Vu :

Le Président de la Thèse
EDGARD ALLIX.

Vu et permis d'imprimer :

Le Recteur de l'Académie de Paris,
S. CHARLÉTY.

BIBLIOGRAPHIE

Aftalion. — « L'or et les prix aux Etats-Unis » (*Information*, 4a vril 1930), « La monnaie dirigée et la crise américaine » (*Information*, 3 juillet 1930), « Les mouvements de l'or dans le monde » (3 et 4 juillet 1930), « La hausse du taux de l'escompte et les prix » (5 novembre 1930), et divers autres articles dans l'*Information*.

American Economic Review.

Annual report of the federal reserve Board.

Paul M. Atkins. — « Bank secondary reserve and investment policy » (*The bankers publishing company*, New-York, 1930).

Bankers Magazine.

Benjamin H. Beckhart. — « Discount policy the Federal Reserve System », Herry Holt et Cie, New-York, 1924.

Frederick A. Bradford. — « Some aspects of the stable money question » (*Quarterly Review of Economics*, août 1929).

— « Proposed National banking legislation » (*The American Economic Review*, septembre 1930, vol. XX, n° 3).

W. Randolph Burgess. — « The Reserve Banks and the money market » (*Harper and brothers*, New-York and London, 1927).

— « The money market, in 1926 » (*The review of Economic Statistic*, février 1926).

— « The money market in 1927 » (*The Review of Economic Statistic*, février 1927).

— « The money market in 1928 » (*The Review of Economic Statistic*, février 1928).

— « The money market in 1928 » (*The Review of Economic Statistic*, février 1929).

Gustav Cassel. — « Post War monetary stabilisation » (*Columbia University Press*, New-York, 1928).

— « The rate of interest the bank rate and the stabilisation price » (*Quarterly Journal of Economic*, août 1928).

Ernst Dick. — « The interest Standard of currency », Boston et New-York, 1924.

Economica.

Federal Reserve Bulletin.

Jean Filippi. — « La stabilisation des prix. L'expérience des Etats-Unis », Paris, Sirey, 1929.

Irving Fisher. — « Stabilizing the dollar », New-York, Mac Millan, 1925.

— « The stock market crash and after », New-York, Mac Millan, 1930.

— « The money illusion », New-York, Adelphi, Id., 1927.

— « Une pénurie mondiale de l'or est-elle à craindre » (*Information*, 20 février 1930).

Germain-Martin. — Cours de doctorat, 1927-1928.

E.-A. Goldenweiser. — « Federal Reserve System in operation », Mac Graw-Hill Book Co, New-York, 1923.

Hearings. **On stabilisation.** « Hearings before the House Committee in Banking and Currency », 69^e Congress, 1^{re} Session, H. R. 8095.

Hearings. **On stabilisation.** « Hearings before the House Committee on Banking and Currency », 70^e Congress, 1^{re} Session, H. R. 11.806.

Hearings. **On brokers' loans.** « Hearings before the Senate Committee on Banking and Currency », 70^e Congress, 1^{re} Session. Senate Resolution 113.

Harvard business review.

W. P. G. Harding. — « The formative period of the Federal Reserve System » (*Houghton Mifflin Company*), Boston et New-York, 1925.

R. G. Hawtrey. — « Monetary theory and trade cycle » (*Quarterly Journal of Economic*, mai 1927).

L'information.**The journal of political economy.**

Edwin Walter Kemmerer. — « The A. B. C. of the Federal Reserve System » (*Princeton University Press*, Princeton 1919).

J. M. Keynes. — « Monetary reform » (*Harcourt Brace and Cie*, New-York, 1924).

W. Jett Lauck. — Article : New-York Times, 28 avril 1929.

Joseph Stagg Lawrence. — « Wall street and Washington » (*Princeton University Press*, Princeton 1929).

— « Borrowed Reserve and bank expansion » (*The quarterly Journal of Economic*, août 1928).

A. J. Liversedge. — « Gold money rate price and the gold standard » (*Bankers' magazine*, octobre 1928).

A. C. Miller. — « Federal Reserve Policy » (*American Economic Review*, vol. XI, n° 2, juin 1921).

- E. Mireaux.** — « Le contrôle du crédit par le Federal Reserve Board » (*Revue Politique et Parlementaire*, 10 avril 1929).
- W. F. Mitchell.** — « Interest rates as factors in business cycle » (*The American Economic Review*, supplément mars 1927).
- Monthly. Review of credit and Business conditions.** Second Federal Reserve District (New-York).
- Oskar Morgenstern.** — « Developments in the Federal Reserve System » (*Harward Business Review*, octobre 1930).
- William E. Baldwin.** — New-York Banking Law. New-York the banks law publishing company.
- New-York Times.**
- Nogaro.** — « Contre l'instabilité monétaire » (*Information*, 1^{er} et 23 juillet 1930).
- « Stable money » (*Information*, 14 juin 1930).
- Charles d'Orléans.** — « La situation du marché monétaire américain » (*Revue politique et parlementaire*, 10 juin 1929).
- Richard N. Owens and Charles O. Hardy.** — « Interest rates and stock speculation » (*The Brookings institution*, Washington 1930).
- J. C. Rea Price.** — « U. S. Central banking » (*Bankers' magazine*, février 1930).
- H. H. Preston.** — « The Mac Fadden banking act » (*The American Economic Review*, juin 1927).
- Quarterly journal of economics.**
- Harold L. Reed** « The development of Federal Reserve policy », New-York, 1922.
- « Recent Federal Reserve Policy » (*Journal of Political Economy*, juin, août, 1929).
- « Federal Reserve Policy and brokers' loans » (*The American Economic Review*, supplément, mars 1929).
- The Review of economic statistic.**
- Revue politique et parlementaire.**
- George E. Roberts.** — « Speculation Gold and Bank policy » (*The Review of Economic Statistic*, novembre 1929).
- D. H. Robertson.** — « Theories on banking policy » (*Economica*, juin 918).
- Carl Snyder.** — « Business cycle business measurement » (New-York, Macmillan, 1927).

- O. M. W. Sprague.** — « Discount policy of Federal Reserve Banks » (*The American Economic Review*, vol. XI, n° 3 mars 1921).
- « Price stabilization » (*The American Economic Review*, supplément mars 1929).
- Charles S. Tippetts.** — « States Banks and the Federal Reserve System » (D. Van Nostrand C° New-York, 1926).
- Paul M. Warburg.** — « The Federal Reserve System its origin and growth » (*The Macmilian Company*, New-York, 1930).
- H. Parker Willis.** — « American Banking » (*La Salle Extension University*, Chicago, 1917).
- « The Federal Reserve » (*Doubleday Page et Cie*, New-York, 1917).
- « The failure of the Federal Reserve » (*The North American Review*, mai 1929).
- Willis and Steiner.** — « Federal Reserve Banking practice ».
-

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
INTRODUCTION	7
Les imperfections de l'ancien régime	7
Défaut de concentration des Réserves.	10
Inélasticité du crédit.	11
Mauvaise organisation du système des transferts et du service des fonds publics	17
CHAPITRE I ^{er} . — <i>Organisation du système</i>	21
Le Board.	21
Les douze Banques	22
Leur organisation et leur fonctionnement	23
Ses pouvoirs	24
Rapports du Board et des Banques	26
Organisation intérieure du Board	30
Fonction des Banques	32
CHAPITRE II. — <i>Les Réserves</i>	35
Réserves des Banques de Réserve.	36
Réserves des member banks.	38
Multiplication des crédits.	39
Excédent permanent des réserves des Banques.	44
CHAPITRE III. — <i>La monnaie</i>	49
1° Les divers monnaies légales.	49
Gold certificates.	49
Silver certificates	49
United states Notes	49
National Bank Notes	49
Federal Reserve Notes.	51
Laurent BADIN. — <i>La politique bancaire</i>	15

L'émission des Federal Reserve Note.	53
2° La circulation et l'or aux Etats-Unis.	56
Historique.	56
Moyens pour empêcher l'inflation	61
Résistance à une expansion secondaire.	61
Emploi de l'or comme monnaie.	62
Politique d'escompte.	64
Aide aux gouvernements étrangers.	65
Possibilités actuelles d'expansion des crédits. . . .	69
 CHAPITRE IV. — <i>Les opérations commerciales des banques de réserve.</i>	 77
L'escompte.	77
Les achats d'acceptations.	79
Le développement de l'emploi des acceptations. . . .	80
Les opérations sur le marché libre	83
 CHAPITRE V. — <i>La politique des crédits. L'escompte.</i> . . .	 91
1° Limites du pouvoir d'action des Banques.	93
* Banking policy ».	96
Le procédé des taux progressifs	101
2° Politique d'uniformisation des conditions du crédit.	105
Transactions entre Banques	110
Résultats obtenus	113
3° La politique des crédits	117
Indices qui la déterminent.	117
Conditions des taux sur le marché	118
Montant total des crédits.	123
Vitesse d'accroissement des crédits.	128
Conditions des marchés extérieurs	131
4° La stabilisation des prix.	136
Théories d'Irving Fisher.	136
Leurs applications aux Etats-Unis.	140
5° Modalités d'application de la politique des crédits.	144

CHAPITRE VI. — <i>La politique des crédits. Les opérations sur le marché libre.</i>	147
1 ^o Opérations sur le marché monétaire	149
2 ^o Opérations sur le marché des crédits.	157
CHAPITRE VII. — <i>La crise de 1929.</i>	167
Historique.	167
Causes de la crise	176
Temporisation des Banques de Réserve.	176
Les prêts aux brokers	180
Leur origine	185
Difficultés de trouver des moyens d'action.	189
La responsabilité du Board dans la crise.	193
CONCLUSION	197
APPENDICE. — <i>La politique des Banques dans les premières années de leur fonctionnement.</i>	203
1 ^o 1914 mai 1917.	203
2 ^o La période de guerre	208
3 ^o La période de liquidation	214
BIBLIOGRAPHIE.	221

